

LA REFORMA DEL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL: UN DEBATE EN MARCHA

José Antonio Ocampo



FONDO DE CULTURA ECONÓMICA

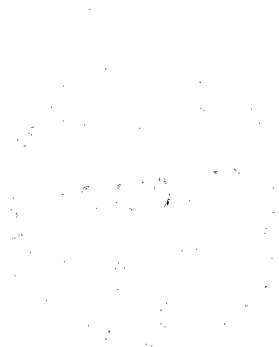
MÉXICO - ARGENTINA - BRASIL - COLOMBIA - CHILE - ESPAÑA
ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA - GUATEMALA - PERÚ - VENEZUELA



COMISIÓN ECONÓMICA PARA
AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (CEPAL)

SECCIÓN DE OBRAS DE ECONOMÍA CONTEMPORÁNEA

LA REFORMA DEL SISTEMA FINANCIERO
INTERNACIONAL:
UN DEBATE EN MARCHA



Primera edición, Chile, 1999

Título original:

LA REFORMA DEL SISTEMA FINANCIERO INTERNACIONAL: UN DEBATE EN MARCHA

© José Antonio Ocampo

© Fondo de Cultura Económica

Av. Picacho Ajusco 227; Colonia Bosques del Pedregal; 14200 México, D.F.

© Fondo de Cultura Económica Chile S.A.

Paseo Bulnes 152, Santiago, Chile

Registro de propiedad intelectual: 109.410

I.S.B.N.: 956-289-004-X

Composición y diagramación: Gloria Barrios

Impreso en Chile, 1999

INTRODUCCIÓN

A fines de 1998 y comienzos de 1999 se desarrolló, en el marco de las Naciones Unidas, un análisis del funcionamiento del sistema financiero internacional. Tales tareas dieron como fruto el Informe del Grupo de Trabajo del Comité Ejecutivo de Asuntos Económicos y Sociales de las Naciones Unidas sobre arquitectura financiera internacional, que tuvo la oportunidad de coordinar y que se reproduce como Anexo a esta publicación. En el presente libro se analizan más en detalle los temas tratados en el informe, identificando consensos y divergencias con otras propuestas planteadas en el debate internacional actual. El libro se adentra, además, en otros temas, especialmente los relativos a las políticas nacionales para hacer frente a la volatilidad financiera.

Los temas examinados en estas páginas ocupan, sin duda, el centro de la agenda económica internacional del momento. La inestabilidad financiera ha sido, en efecto, la característica más sobresaliente y preocupante del funcionamiento de la economía mundial en años recientes. La crisis que se inició en Asia a mediados de 1997 adquirió ribetes más dramáticos a raíz de la declaración de moratoria de Rusia en agosto de 1998, propagándose con fuerza entonces hacia América Latina. La crisis brasileña de enero de 1999 ha sido el tercer capítulo de esta historia de suspenso. El retorno de varios países latinoamericanos al mercado de capitales a partir de abril de 1999 indica que la recuperación financiera ha sido más rápida después de la crisis brasileña que después de los episodios de octubre de 1997 en Asia y agosto de 1998 en Rusia. Aunque esto da lugar a un moderado optimismo, las condiciones del mercado distan mucho de haberse normalizado y, en particular, los costos del endeudamiento externo de América Latina han continuado siendo eleva-

dos. La inestabilidad financiera tendrá, sin duda, nuevas manifestaciones, como las tuvo también antes de la crisis asiática, en especial en la crisis monetaria europea de 1992 y la del efecto "tequila" de 1994, por mencionar sólo las más cercanas en el tiempo.

"Volatilidad" y "contagio" han sido los términos más empleados, a través de los cuales los analistas han captado los dos elementos centrales del comportamiento del mercado financiero durante la crisis reciente. El primero se refiere a la tendencia del mercado a registrar marcados ciclos de auge y pánico financiero, en el cual tiende primero a crecer y luego a contraerse, más allá de lo que recomiendan, en uno y otro caso, los factores fundamentales de las economías. El segundo manifiesta la incapacidad del mercado de discriminar adecuadamente entre los distintos tipos de prestatarios. Aunque esta característica ha sido destacada en relación con los períodos de crisis financiera, es igualmente válida en las fases de auge. No obstante, su efecto devastador durante las crisis es la manifestación más patológica del mal funcionamiento de los mercados, como lo atestigua la larga lista de crisis financieras que han vivido por igual países desarrollados y en vías de desarrollo, desde que los registros históricos nos permiten recordar.

Para hacer frente a la inestabilidad financiera, a nivel nacional se ha establecido, en particular desde los años treinta, un complejo conjunto de instituciones que actúan a la vez como mecanismos preventivos y de intervención eficaz para evitar los efectos desestabilizadores de las crisis financieras. Esta "red de seguridad financiera", como también se la ha denominado, comprende las funciones del banco central como prestamista de última instancia, la regulación y supervisión prudencial del sistema financiero, mecanismos de intervención del Estado para evitar la quiebra desordenada de los intermediarios financieros durante las crisis, sistemas de seguros y garantías de depósitos y créditos, y procedimientos legales adecuados para manejar los problemas críticos de sobreendeudamiento de los agentes no financieros. Aunque esta red no siempre evita que se desencadenen crisis financieras, como lo demuestran varios episodios similares en países industrializados, ha servido, sin duda, para evitar las manifestaciones más caóticas de este tipo de crisis que sufrieron muchos países hasta los años treinta.

Existe un creciente reconocimiento de que la frecuencia cada vez mayor de crisis financieras internacionales que ha conocido el mundo en las últimas décadas refleja la ausencia de un desarrollo institucional

similar a nivel global. Es decir, hay un acuerdo creciente en torno a que la frecuencia y magnitud de estas perturbaciones demuestra la enorme asimetría existente entre un mundo financiero cada vez más sofisticado, pero inestable, y las instituciones que lo regulan. El mundo carece, en pocas palabras, de instituciones apropiadas para la globalización financiera.

Las dificultades que enfrentan las reformas en este frente radican en la imposibilidad de replicar a nivel internacional los modelos nacionales ya probados. La razón más simple es que los países no están dispuestos a ceder su autonomía en varias áreas relevantes de la política económica, o están dispuestos a hacerlo solamente de manera muy parcial. Otra razón igualmente poderosa es que los equilibrios que se establecen en el plano de las relaciones internacionales son diferentes a los prevalecientes en los países. Los actores más importantes pueden no estar dispuestos a ofrecer ciertas garantías a nivel internacional, entre otras razones debido al costo fiscal que pueden llegar a representar, en tanto que los actores de menor peso relativo pueden no desear que se limite su margen de acción. La agenda y el proceso de negociación de un nuevo orden financiero internacional son, por lo tanto, complejos, ya que se debe llegar a un consenso entre un conjunto muy heterogéneo de actores con intereses muy variados.

En todo caso, para que la reforma sea relevante se deben tener cuenta cuatro presupuestos básicos. En primer lugar, se debe reconocer que los "problemas de información" que determinan la inestabilidad financiera son en gran medida insolubles, ya que están asociados mucho más a la volatilidad de las opiniones y expectativas sobre la evolución de las variables económicas que a imperfecciones de los flujos de información en el sentido estricto del término. No es evidente, por lo tanto, que estos problemas vayan a corregirse con el acceso a un mayor flujo de información y, de hecho, la acentuación de la inestabilidad financiera ha estado acompañada de una ampliación de dicho flujo y del desarrollo de instituciones especializadas en información (las agencias de calificación de riesgo, en particular), las cuales no han escapado a la volatilidad de las opiniones y expectativas que caracterizan al mundo financiero. En segundo término, aunque toda reforma debe contar con el uso de medidas nacionales orientadas a manejar la volatilidad, no puede descansar fundamentalmente en ellas, ya que todas las formas de "autoseguro" —en este caso las políticas nacionales orientadas a prevenir y enfrentar las

crisis— son costosas y pueden crear inconvenientes a nivel global, sobre todo una profundización de las fuerzas recesivas en coyunturas de crisis financieras globales. En tercer lugar, toda reforma debe respetar algunas áreas de soberanía nacional que los países no están dispuestos a ceder y debe construir, por lo tanto, un sistema basado en la articulación de lo que continuarán siendo, en lo esencial, políticas e instituciones nacionales. Por último debe reconocer que las distintas soluciones no son neutras en términos de los equilibrios en las relaciones económicas internacionales, un hecho de especial importancia para los países pequeños y en vías de desarrollo.

* * *

La necesidad de desarrollar instituciones apropiadas para la globalización financiera viene siendo reconocida cada vez más en los debates internacionales. En éstos han surgido ya algunos consensos, que se reflejan en los pronunciamientos del Grupo de los Siete, de los Jefes de Estado y de Gobierno de los países en desarrollo, del Fondo Monetario y de otros organismos internacionales, incluido el documento de los organismos de las Naciones Unidas que realizan actividades en las esferas económica y social, que se incluye en este libro. Existe, en efecto, consenso sobre la necesidad de seguir aplicando políticas expansionistas en los países industrializados mientras subsista la incertidumbre financiera actual, y de disponer de financiamiento contingente para apoyar a las economías en crisis antes, no después, de que el nivel de reservas internacionales alcance niveles críticos, un hecho que ha sido reconocido en la reglamentación de la nueva línea de crédito de contingencia del Fondo Monetario Internacional.

Hay también un acuerdo básico sobre la conveniencia de mejorar la información, de adoptar códigos de conducta internacionales en diversas áreas y de mejorar la supervisión y regulación prudenciales a nivel global, es decir, de perfeccionar el marco institucional en el cual operan los mercados financieros. Subsisten, sin embargo, discrepancias acerca de las características de las organizaciones de alcance mundial que deberían tener responsabilidades en estas áreas. Existe, además, un consenso sobre la necesidad de hacer más efectiva la vigilancia de las políticas macroeconómicas de todos los países, especialmente en los períodos de

euforia financiera durante los cuales se gestan las crisis, y de garantizar la consistencia entre las que estén aplicando los países industrializados y los objetivos de crecimiento estable y no inflacionario de la economía global.

Tan importante como lo anterior es el amplio reconocimiento actual de que la liberalización de la cuenta de capitales debe ser ordenada y cautelosa, especialmente en lo que se refiere a los flujos de corto plazo, que debe tener como prerrequisito el desarrollo de fuertes mecanismos de regulación y supervisión prudencial a nivel nacional, y de que cualquier ordenamiento internacional en este frente debe mantener salvaguardias para enfrentar coyunturas difíciles. También se ha reconocido la necesidad de contar con reglas internacionales apropiadas para manejar en forma ordenada problemas críticos de endeudamiento externo y garantizar una participación equitativa del sector privado en la carga de los ajustes correspondientes. Por último, existe un amplio consenso sobre la necesidad de fortalecer las redes de protección social, para evitar los efectos nocivos de los procesos de ajuste sobre grupos vulnerables de la sociedad. No se debe dejar de señalar, sin embargo, que las expresiones de este último postulado siguen siendo limitadas en la práctica.

Paralelamente a estos importantes consensos, existen, sin embargo, múltiples discrepancias, algunas de primordial interés para los países en desarrollo. Conviene resaltar cinco de ellas. La primera y más importante se refiere al financiamiento de los mecanismos de contingencia. Los periódicos aportes de las naciones industrializadas al Fondo Monetario Internacional o a paquetes de emergencia específicos han demostrado ser un mecanismo muy incierto de financiamiento. En estas condiciones, es necesario diseñar instrumentos mucho más confiables en términos de su eficacia para responder con rapidez a las demandas adicionales de liquidez en épocas de crisis. El uso de los derechos especiales de giro con este propósito sería, sin duda, lo más apropiado. El establecimiento de dichos derechos durante períodos de crisis, para financiar los programas de contingencia, podría complementarse con su eliminación automática en los períodos posteriores de recuperación, lo que añadiría un componente anticíclico al manejo de la liquidez internacional. De hecho, el uso de los derechos especiales de giro en las finanzas internacionales es del más alto interés para los países en desarrollo. La actual coyuntura debe servir, por lo tanto, para rescatar el papel central de este instrumento en el ordenamiento financiero internacional.

El segundo tema es el más polémico de todos. Fuera de un círculo influyente, existe cada vez mayor acuerdo de que la condicionalidad del Fondo Monetario Internacional ha ido ampliando sus fronteras más allá de lo que quizás puede considerarse necesario para cumplir adecuadamente sus funciones. En particular, ha ido extendiéndose hacia ámbitos relacionados con las estrategias e instituciones de desarrollo económico y social que deben ser abordados por otras instituciones internacionales y, especialmente, por las autoridades nacionales legítimas, sobre la base de amplios acuerdos sociales. Por este motivo, el debate actual debe servir también para concertar nuevos acuerdos sobre los límites de dicha condicionalidad a fin de mantener la legitimidad que le sirve de sustento. Por otra parte, la evidencia de sobreajuste macroeconómico en muchos programas del Fondo Monetario, cuyos reflejos son caídas pronunciadas de la actividad productiva y del empleo, lo han llevado, en el caso de Asia, a atenuar el rigor de dichos programas. La incorporación de reglas automáticas, definidas al inicio de los programas, por medio de la cual la condicionalidad macroeconómica se hace menos rigurosa cuando hay evidencia de sobreajuste, debe convertirse, por lo tanto, en práctica regular en sus programas. Además, las "ventanillas" de baja condicionalidad deben incluir mecanismos orientados a evitar los fenómenos de contagio. El acceso automático a estos recursos debe estar basado en reglas preestablecidas, cuyo cumplimiento se examinaría en las supervisiones periódicas que realiza el Fondo de las políticas macroeconómicas de todos los países miembros. Estos principios sólo fueron reconocidos parcialmente en la reglamentación de la nueva línea de crédito de contingencia del Fondo Monetario en abril de 1999.

Antes de mencionar los tres últimos puntos de discrepancia, es importante detenerse un momento para expresar lo que las afirmaciones anteriores implican para el Fondo Monetario Internacional. El papel activo que ha desempeñado este instrumento de cooperación internacional en la coordinación y canalización de créditos especiales para hacer frente a las crisis que han experimentado las economías emergentes en la década actual ha sido estabilizador desde el punto de vista de los mercados financieros mundiales. De hecho, la combinación de la labor activa del Fondo en este frente con el giro de las políticas monetarias de los principales países industrializados hacia la provisión de mayor liquidez después de la crisis rusa son los determinantes fundamentales de la

tendencia a la normalización que ha venido registrando la economía mundial en 1999. Nos contamos, por lo tanto, entre quienes creen en la conveniencia de contar con un Fondo Monetario fuerte y con mecanismos de financiamiento eficaces, y consideramos que su actividad de vigilancia de las políticas macroeconómicas y su seguimiento del desarrollo de los mercados financieros debe fortalecerse, lo que le permitiría jugar un papel preventivo más amplio en el futuro. Pero también creemos que el mayor poder que todo ello le conferiría, y que esperamos la comunidad internacional le otorgue, debe tener como contrapartida no sólo una mayor transparencia y evaluación de su labor, como lo ha reconocido el propio Fondo, sino también la búsqueda de un consenso amplio sobre la condicionalidad aplicable a los créditos que otorga. Más aún, creemos que el no contar con un acuerdo amplio sobre esta materia puede terminar debilitando los mismos fundamentos sobre los cuales está construido.

En tercer lugar, mientras no exista un buen ordenamiento y, muy especialmente, un marco regulatorio apropiado a nivel internacional para prevenir las crisis, así como reglas claras sobre acceso a un volumen adecuado de recursos contingentes en épocas de dificultades, los países en desarrollo deben, a nuestro juicio, mantener la autonomía en el manejo de la cuenta de capitales. Esto implica, por lo tanto, que no consideramos conveniente otorgar al Fondo Monetario Internacional mandatos en materia de convertibilidad de la cuenta de capitales. El cuarto punto se relaciona igualmente con los márgenes de autonomía de las políticas nacionales. En años recientes varios analistas han señalado, cada vez con más insistencia, que los únicos regímenes cambiarios estables en un mundo globalizado son el sistema de convertibilidad y tipos de cambio totalmente flexibles. Sin embargo, debido a las deficiencias de ambos extremos, las autoridades nacionales han tendido a elegir en la práctica regímenes intermedios, sin duda también imperfectos. En este contexto, sería inapropiado que se evolucionara hacia una condicionalidad de cualquier tipo en esta área. Los países deben continuar contando, por lo tanto, con plena autonomía para elegir el régimen cambiario que consideren conveniente.

La coyuntura actual brinda, por último, una valiosa oportunidad para reflexionar sobre el papel de instituciones financieras de carácter regional y subregional. Ello obedece a que uno de los aspectos más importantes del proceso de globalización actual es el regionalismo abierto, es decir

que uno de sus reflejos es la tendencia a estrechar aún más las relaciones económicas a nivel regional. Existe, por lo tanto, un espacio amplio para instituciones regionales y subregionales sólidas en un nuevo orden financiero internacional: fondos regionales de reserva, bancos de desarrollo y mecanismos de consulta y control de pares de las políticas macroeconómicas nacionales, así como de vigilancia de los esquemas nacionales de regulación y supervisión prudencial de los sistemas financieros. Estamos convencidos que un sistema basado en una red de instituciones regionales y subregionales en todas estas áreas, más que en unos pocos organismos internacionales, no sólo contribuiría a la estabilidad económica internacional, como lo demuestra la historia europea de la posguerra, sino también a un mayor equilibrio en las relaciones económicas internacionales. América Latina y el Caribe deben apostar, por lo tanto, al fortalecimiento de los organismos existentes y su complementación con nuevos mecanismos de cooperación financiera regional y subregional.

La crisis ha hecho evidente que América Latina y el Caribe y el mundo en desarrollo, en general, siguen siendo muy vulnerables a los ciclos de financiamiento externo. Ello revela, como es obvio, la necesidad de contar también con mecanismos nacionales apropiados para manejar en forma eficaz estos ciclos. Sobre esta materia, conviene destacar una reflexión simple pero fundamental, que ha sido objeto de énfasis en los análisis de la CEPAL a lo largo de la crisis: la importancia de cambiar el foco de interés de las autoridades, trasladándolo del manejo de las crisis al manejo de las bonanzas, ya que las primeras son, en la mayoría de los casos, el resultado inevitable de bonanzas mal manejadas. Este postulado, que por supuesto se aplica a las instituciones internacionales, tal como lo hemos señalado, es válido con igual razón en lo que respecta a las políticas nacionales.

De hecho, el prestar excesiva atención al manejo de las crisis ignora un hecho que debería ser evidente: que el grado de libertad de las autoridades nacionales es mayor en las bonanzas que en las crisis. Una bonanza caracterizada por la expansión excesiva del gasto público y privado conduce inevitablemente a un ajuste, cuya severidad es función

del exceso de gasto precedente. Así, un aumento insostenible del gasto público, basado en ingresos tributarios transitorios y acceso extraordinario al crédito externo, da lugar a un severo ajuste posterior. Un endeudamiento excesivo del sector privado, basado en una subestimación de los riesgos que implica, se traduce en una severa contracción crediticia posterior, acompañada generalmente de un deterioro de la cartera bancaria que, en caso de ser muy severa, puede generar pérdidas equivalentes a elevadas proporciones del PIB. Una sobrevaluación de la moneda basada en ingresos de capital transitorios o precios extraordinariamente altos de los productos de exportación, ejerce una fuerte presión sobre el tipo de cambio o las tasas de interés, una vez que estos fenómenos transitorios desaparecen.

En vista de lo anterior, el reto fundamental que plantea el manejo de la vulnerabilidad externa es diseñar instrumentos apropiados para administrar las bonanzas. Dados los márgenes limitados con los cuales cuentan las autoridades en economías abiertas, deben acudir a una combinación pragmática de políticas, que variará en función de las características macroeconómicas de cada país. Entre los instrumentos anticíclicos correspondientes deben incluirse, en primer término, mecanismos para esterilizar ingresos fiscales transitorios. Las experiencias parciales que se han venido acumulando con fondos de estabilización de ingresos fiscales provenientes del manejo de productos básicos deben generalizarse al manejo de ingresos tributarios transitorios. Esto indica, por lo demás, que los objetivos fiscales no deben fijarse en función del déficit fiscal corriente, como es característico hoy en día, sino de alguna medida del déficit estructural o de los niveles sostenibles de endeudamiento público. Más aún, muchos países pueden considerar atractivo compensar total o parcialmente las tendencias de corto plazo del gasto privado con movimientos en sentido contrario del gasto público, lo que de paso permitiría que el endeudamiento público compensara las tendencias del privado. La puesta en marcha de redes efectivas de protección social para grupos vulnerables durante las crisis exige, de hecho, incluir un componente claramente anticíclico en el manejo del gasto público.

La experiencia indica, además, que una estructura de endeudamiento público que otorgue un peso excesivo a los pasivos de corto plazo puede resultar manejable en épocas de auge, pero puede convertirse en una fuente de desestabilización financiera durante los periodos de crisis, tanto como una estructura temporal inadecuada de endeudamiento externo,

tema sobre el cual existe hoy en día amplio consenso. El mantenimiento de un perfil temporal adecuado del endeudamiento público y privado, externo e interno, debe ser el criterio fundamental de una "política de pasivos", política que constituye uno de los elementos más importantes para manejar en forma apropiada las fluctuaciones agudas del financiamiento externo.

En el frente monetario y cambiario, el sistema de encajes sobre pasivos en moneda extranjera, que han venido utilizando con éxito Chile y Colombia, cumple precisamente el propósito de ofrecer incentivos apropiados para mantener una buena estructura temporal de los pasivos, moderando al mismo tiempo las presiones cambiarias y monetarias que se generan en los períodos de bonanza. Este sistema cumple, así, tanto las funciones de "política de pasivos" como de instrumento macroeconómico anticíclico. Dentro de ciertos márgenes, la esterilización de los efectos monetarios de los aumentos de reservas ha demostrado ser también un mecanismo anticíclico útil en muchos países. El sistema diseñado por Argentina, de establecer requisitos de liquidez más altos para los pasivos financieros de corto plazo, también ha resultado ser un instrumento eficaz, que puede ser empleado provechosamente por otros países como parte de la "política de pasivos", ya sea estableciendo requisitos de este tipo o encajes a pasivos del sistema financiero con igual estructura. A ello debería quizás agregarse la posibilidad de regular expresamente la proporción del valor de los activos financieros e inmobiliarios que puede utilizarse como garantía de créditos en los períodos de bonanza. Por último, como se ha dicho tantas veces, una regulación y supervisión prudencial estricta del sistema financiero es una de las claves fundamentales para evitar que los intermediarios asuman riesgos inmanejables en los períodos de bonanza.

Deseo reconocer la contribución de todas las organizaciones del sistema de Naciones Unidas que participaron en la elaboración y análisis del informe conjunto, que se recoge en el Anexo de este libro. Quiero agradecer, además, a Manuel Agosin, Yilmaz Akyüz, Reynaldo Bajraj, Guillermo Calvo, Michel Camdessus, Nitin Desai, Nicolás Eyzaguirre, Ricardo Ffrench-Davis, Enrique Ganuza, Stephany Griffith-Jones,

Isabelle Grunberg, Gunther Held, Gerald Helleiner, Barry Herman, Daniel Heyman, Jan Kregel, Omar Norman, Rubens Ricupero, Dani Rodrik, Martin Santiago, Barbara Stallings, Joseph Stiglitz, Camilo Tovar, Andrés Velasco, René Villarreal y Rocío de Villarreal, con quienes he tenido oportunidad de examinar algunos de los temas relacionados con el debate financiero internacional en los últimos meses. Guillermo Mundt y Camilo Tovar elaboraron los cuadros y gráficos que se incluyen en el libro.

JOSÉ ANTONIO OCAMPO
Secretario Ejecutivo, CEPAL
Mayo de 1999

CAPÍTULO 1

LOS EJES CENTRALES DEL DEBATE

La crisis financiera internacional que se desató en Asia a mediados de 1997 y se extendió posteriormente a Rusia y a América Latina no constituye un hecho aislado. En la década de 1990 estuvo antecedida por el efecto “tequila” de 1994-1995, que afectó en forma severa a México y Argentina, y en los años ochenta por la crisis latinoamericana de la deuda, que se extendió a otras regiones del mundo en desarrollo. Los países industrializados no han estado exentos de las turbulencias asociadas a los vaivenes del mercado internacional de capitales, la más importante de las cuales ha sido, en la década actual, la crisis del sistema monetario europeo de 1992-1993. En realidad, estos eventos recientes son parte de una larga historia de auges y crisis financieras, nacionales e internacionales,¹ que han dejado mellas importantes en la historia económica de nuestra región.²

Estos eventos reflejan, por lo tanto, características intrínsecas del funcionamiento de los sistemas financieros, que no han desaparecido con el resurgimiento de escenarios macroeconómicos caracterizados por una inflación baja y déficit fiscales más reducidos en años recientes. Durante la crisis actual, este hecho ha sido reconocido ampliamente por analistas privados y gubernamentales, así como en pronunciamientos de jefes de

1. Véase, por ejemplo, el clásico ensayo de Kindleberger (1978) y la reciente historia del sistema financiero internacional de Eichengreen (1996).

2. Véase, al respecto, el clásico ensayo de Bacha y Díaz-Alejandro (1983), Stallings (1987) y Marichal (1989). La historia de los auges y crisis financieras desde los años setenta ha sido documentada en una copiosa literatura. Véanse, entre otros, las recopilaciones de Ffrench-Davis (1983), Thorp y Whitehead (1987), Ocampo (1994) y Ffrench-Davis y Griffith-Jones (1995). Véanse también, para la década actual, los ensayos de Calvo, Leiderman y Reinhart (1993) y Perry y Lederman (1998).

estado y de gobierno, de foros intergubernamentales y de organismos internacionales. Para citar a un actor del mercado, el banco de inversiones J.P. Morgan concluía en octubre de 1998, al hacer un balance de la coyuntura internacional de aquel momento, que "Si algo debemos aprender de los eventos recientes es que el mantener una inflación baja y déficit fiscales en descenso no asegura la estabilidad económica. Los ciclos de crédito privado han desestabilizado, primero en Japón, luego en las economías emergentes de Asia y ahora en Estados Unidos, economías que no tienen ninguno de estos problemas".³ Se podría agregar que existen muchos otros precedentes de este tipo, entre ellos el de Chile antes de la crisis latinoamericana de la deuda y el de México antes del efecto "tequila". "La reflexión debe comenzar por el reconocimiento de que los mercados financieros son inherentemente inestables", señala el conocido financista George Soros.⁴

Volatilidad y contagio han sido los términos favoritos, a través de los cuales los analistas se refieren a los dos elementos centrales del comportamiento del mercado financiero durante la crisis reciente. El primero resalta la tendencia del mercado a registrar ciclos agudos de auge y pánico financiero, en que los flujos de capital tienden primero a crecer, y luego a contraerse, más allá de lo que recomiendan, en uno y otro caso, los factores fundamentales de las economías. Nótese que mediante este concepto busca captar la proclividad del mercado a realizar giros bruscos, que sorprenden aun a los más conocidos agentes del mercado, es decir a mostrar **cambios de tendencia** y no sólo fluctuaciones en torno a dicha tendencia, para las cuales también se utiliza corrientemente este término.⁵ Las nuevas tecnologías de información y comunicaciones y los cambios institucionales en los mercados mundiales, en especial la tendencia generalizada a la liberalización financiera a nivel internacional y la participación cada vez más activa de los inversionistas institucionales en los mercados internacionales, son algunos de los elementos que se destacan en la literatura sobre la materia como determinantes importantes del crecimiento, pero también de la volatilidad que caracteriza a los mercados financieros de hoy en día.

3. J.P. Morgan (1998), p. 1. Tanto esta traducción, como las que se presentan posteriormente de textos escritos originalmente en inglés, han sido hechas por el autor.

4. Soros (1998), p. xvi.

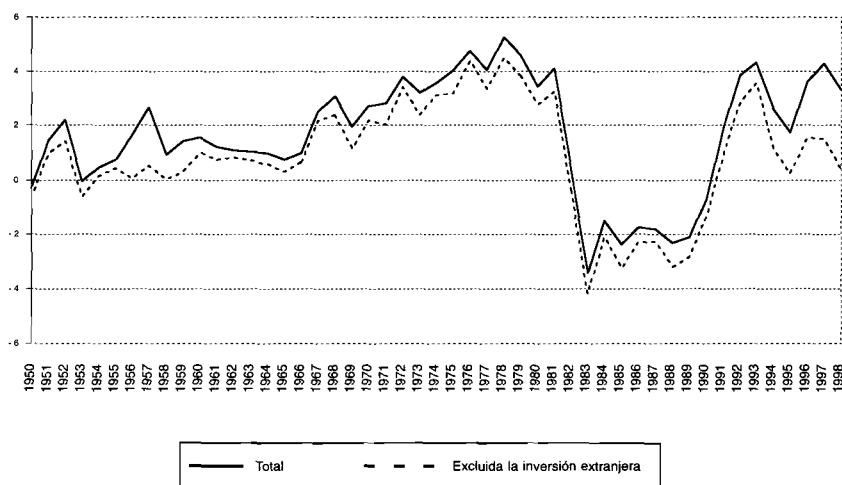
5. Esta distinción es extremadamente relevante, como ha señalado recientemente Davidson (1999).

El segundo concepto se refiere a la incapacidad del mercado de distinguir adecuadamente entre distintos tipos de prestatarios. Aunque esta característica ha sido utilizada fundamentalmente para analizar el comportamiento del mercado en los períodos de crisis financiera, es igualmente válida para las fases de auge. La notable liquidez que caracteriza a los mercados en las etapas de bonanza lleva, en efecto, a muchos agentes a subestimar los riesgos de invertir o a otorgar crédito a economías o empresas cuyos indicadores objetivos no son del todo favorables, debido en parte a un optimismo generalizado y en parte a la posibilidad individual de liquidar las inversiones en bonos en los mercados secundarios de deuda, lo que confiere incluso a estas inversiones dudosas una cierta liquidez (la posibilidad de revertir la decisión de invertir, sin dificultades ni pérdidas considerables). El "contagio de optimismo" y la alta liquidez son, por lo tanto, características centrales e interrelacionadas de los mercados en los períodos de auge. Por el contrario, en las fases de contracción, en medio de un fenómeno opuesto de "contagio de pesimismo", los mercados pierden confianza en la información que se les suministra y le otorgan una importancia excesiva a información negativa de corto plazo, en tanto que se desorganizan los mercados secundarios, lo que conduce a una pérdida generalizada de liquidez. La excepción a esa regla son unos cuantos títulos de deuda de altísima confiabilidad, hacia los cuales se reorientan, por lo tanto, los inversionistas, dando lugar al fenómeno que durante la crisis actual ha sido definido como "huida hacia la calidad" (*flight to quality*). En un mercado financiero globalizado, las decisiones de inversionistas institucionales generan, además, otra interrelación, asociada al manejo de su cartera, ya que las pérdidas en un mercado los obliga a vender títulos en otros para conseguir la liquidez que necesitan a fin de satisfacer las solicitudes de retiro de fondos, que en condiciones de crisis tienden a aumentar.

Los gráficos 1 a 3 confirman la volatilidad característica de los flujos de capital que recibe América Latina. El primero refleja las tendencias de más largo plazo. Después del auge del endeudamiento externo de la década de 1920 y su suspensión durante la "gran depresión", que condujo a la moratoria generalizada de la deuda en los años treinta, las tres décadas siguientes se caracterizaron por flujos de capital moderados. A partir de la década de 1970, las fluctuaciones han sido violentas. El auge de los años setenta y el comienzo de los ochenta fue seguido por la crisis de la deuda. Desde comienzos de los años noventa, los flujos volvieron

a ser positivos, pero han sido muy inestables, especialmente si se excluyen los de inversión extranjera directa, que han registrado un auge sin precedentes en los últimos años. Este hecho se confirma en el cuadro 1, en el que se indica que los flujos de capital, excluida la inversión directa, han sido, en efecto, más inestables que en los 8 ó 16 años anteriores a la crisis de la deuda.

GRÁFICO 1. *América Latina: Ingreso neto de capitales*
(Proporción del PIB a precios corrientes)



FUENTE: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.

CUADRO 1. *América Latina: Volatilidad de los flujos de capital*

	Flujos de capital promedio a/	Desviación estándar b/	Coefficiente de variación
1966-1974	2.15	0.61	28.2
1975-1981	3.61	0.62	17.1
1966-1981	2.79	0.82	29.5
1991-1998	1.51	1.03	68.5
1966-1998	1.05	2.32	220.0

a/ Porcentaje del PIB a precios corrientes, excluida la inversión extranjera directa.

b/ Ecuación: $\sqrt{r/n}$, en la que "r" es la suma de los cuadrados de los residuos de la regresión de tendencia de flujos de capital, y "n" representa número de años promedio del período considerado.

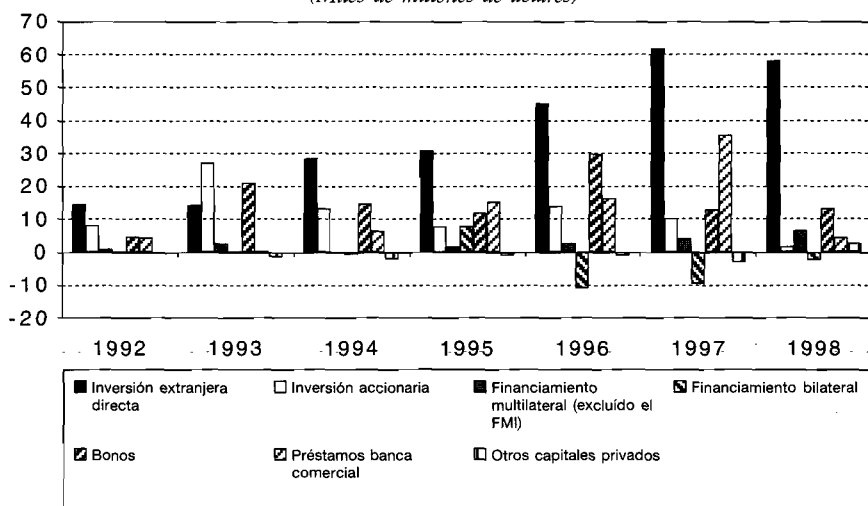
c/ Se refiere a la desviación estándar dividida por la media de los flujos de capital como porcentaje del PIB.

FUENTE: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.

El gráfico 2 muestra, por su parte, como se señala en una extensa literatura sobre el tema,⁶ que no todos los flujos han sido igualmente volátiles en la década actual. La inversión extranjera directa ha sido más dinámica y estable. El resto del financiamiento privado ha sido, por el contrario, inestable, tanto las emisiones de bonos como la inversión en cartera y los créditos de la banca comercial. Estos últimos, cabe recordarlo, fueron los que dieron origen al agudo ciclo de auge y colapso del financiamiento externo de América Latina en los años setenta y ochenta, así como el de varios países asiáticos en años recientes. El financiamiento oficial también ha sido inestable, pero en este caso por razones enteramente diferentes, ya que ha tendido a aumentar cuando los flujos privados se han debilitado, es decir, ha jugado un papel anticíclico. Esto es evidente en las cuantiosas entradas de fondos que tuvieron lugar en 1995 a raíz de la adopción del paquete de medidas de rescate de México; el pago de dicho financiamiento, facilitado por la abundancia de capitales privados en los años siguientes, dio lugar a flujos oficiales negativos posteriormente. El paquete de medidas de rescate de Brasil ha dado origen, a su vez, a nuevos flujos bilaterales durante la contracción del financiamiento privado en 1998 y 1999.

6. Véase, por ejemplo, CEPAL (1998a), Parte Tercera; FMI (1998b), cap. IV, y Banco Mundial (1998a y 1999). Claessens, Dooley y Warner (1995), quienes argumentan que los flujos de capital de largo plazo pueden ser tan volátiles como los de corto plazo, representan una excepción a este punto de vista.

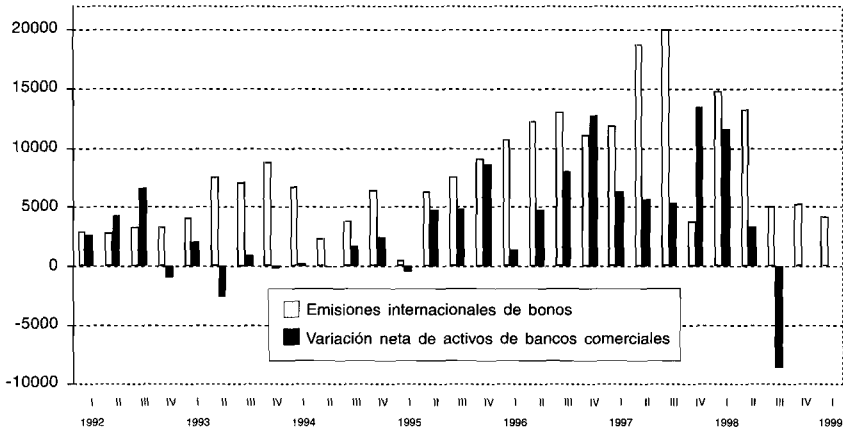
GRÁFICO 2. América Latina y el Caribe: Flujos netos de recursos
(Miles de millones de dólares)



FUENTE: CEPAL, sobre la base de cifras del Banco Mundial, Global Development Finance, 1999, Washington, D.C. marzo de 1999.

La inestabilidad reciente se muestra con mayor detalle en el gráfico 3, en relación con dos segmentos específicos del mercado: las emisiones de bonos y los flujos netos de crédito de los bancos comerciales. Como se puede apreciar, el despegue de las emisiones de bonos fue rápido en 1992-1993, pero fue sucedido por una mayor inestabilidad en 1994 y una virtual suspensión durante el primer trimestre de 1995, a raíz del efecto "tequila"; la recuperación fue rápida y estuvo seguida por un auge espectacular que se prolongó hasta el tercer trimestre de 1997, pero la crisis de octubre de ese año provocó una abrupta caída que, después de un repunte temporal en el primer semestre de 1998, se agudizó con la moratoria rusa y se mantuvo durante el primer trimestre de 1999, debido a la crisis brasileña. Hay síntomas, sin embargo, de una recuperación importante a partir del segundo trimestre de 1999. Los créditos de los bancos comerciales han sido aún más inestables: después de un breve auge en 1992, fueron bajos durante los dos años siguientes, aumentaron en forma fluctuante a partir del segundo trimestre de 1995 e incluso se mantuvieron altos en el cuarto trimestre de 1997, durante el período más crítico de la crisis asiática, pero se contrajeron en forma marcada a partir del segundo trimestre de 1998.

GRÁFICO 3. *América Latina: Flujos de capitales*
(Millones de dólares)



FUENTE: CEPAL, sobre la base de cifras del Fondo Monetario Internacional y el Banco de Pagos Internacionales.

El cuadro 2 muestra que las fluctuaciones del mercado no se reflejan únicamente en el monto del endeudamiento, sino también en otros atributos de los títulos de deuda. Así, por ejemplo, el auge del mercado de bonos que tuvo lugar entre el segundo trimestre de 1995 y el tercero de 1997 condujo también a una caída de las tasas de interés y, especialmente, a un aumento en el plazo promedio de las nuevas emisiones, fenómenos que se revirtieron rápidamente con la crisis asiática. En efecto, a partir del cuarto trimestre de 1997, la marcada elevación de los diferenciales de las tasas de interés de los bonos de deuda latinoamericanos en relación con los del Tesoro de los Estados Unidos, que se mantuvo incluso durante la recuperación de los flujos en el primer semestre de 1998, estuvo acompañada de un notable deterioro de los plazos medios de las nuevas emisiones de bonos, así como de la introducción de opciones para el comprador que se traducen en un mayor costo o en un menor plazo para el deudor.

El contagio que ha caracterizado a los mercados en la actual década se refleja en el gráfico 4, en el que se muestra la evolución de los precios de los bonos emitidos por agentes de distintos países. Como se observa, los precios de los bonos de las economías "emergentes" —latinoamericanas y

CUADRO 2. América Latina: Condiciones de las emisiones internacionales de bonos a/

	1996	1997	1998	1997, trimestre				1998, trimestre				1999		
				I	II	III	IV b/	I	II	III c/	IV	I trimestre	abril	
A. Plazo de vencimiento de nuevas emisiones (años)														
Región	3.7	7.8	15.4	8.5	14.4	13.6	18.6	7.6	7.6	10.1	8.4	7.7	8.8	7.8
Argentina d/	4.7	9.2	13.5	10.6	14.0	7.5	16.8	4.5	9.3	14.4	9.1	8.2	11.6	9.3
Brasil e/	2.7	6.5	16.5	7.9	8.2	23.5	7.9	9.2	7.1	9.0	8.1	6.2	4.2	f/
5.0														
Chile	8.0	7.3	35.6	11.0	54.9	-	9.3	-	-	11.0	-	-	9.4	10.0
Colombia	9.7	6.9	15.0	7.9	15.0	-	-	5.0	6.5	10.0	7.0	-	5.0	10.0
Costa Rica	-	-	-	...	-	-	-	-	-	...	-	-	-	10.0
Ecuador	-	-	5.0	-	-	5.0	-	-	-	-	-	-	-	-
México	2.4	7.4	9.4	9.1	10.0	7.8	12.3	-	8.7	11.0	7.0	10.0	8.5	10.0
Panamá	-	-	19.6	-	5.0	-	30.0	-	-	-	-	-	30.0	g/
-														
Uruguay	-	-	30.0	5.0	-	-	30.0	-	-	-	-	5.0	-	10.0
Venezuela	3.8	7.0	30.0	20.0	-	14.8	30.0	-	-	-	20.0	...	-	-

CUADRO 2. América Latina: Condiciones de las emisiones internacionales de bonos a/ (cont.)

	1996	1997	1998	1997, trimestre				1998, trimestre				1999		
				I	II	III	IV b/	I	II	III c/	IV	I trimestre	abril	
B. Diferencial	(Diferencia de rendimientos entre los bonos emitidos y los del Departamento del Tesoro de los Estados Unidos con plazos similares, 100 puntos equivalen a 1%).													
Región	...	370	285	500	271	308	286	450	432	505	512	611	552	550
Argentina	...	383	298	441	340	264	278	355	415	379	356	669	681	585
Brasil e/	...	358	327	541	227	353	335	515	464	571	532	779	604	f/
675														
Chile	...	86	96	235	103	-	88	-	-	235	-	-	353	191
Colombia	...	188	140	409	140	-	-	155	290	248	690	-	630	495
Costa Rica	-	-	-	...	-	-	-	-	-	...	-	-	-	409
Ecuador	-	-	470	-	-	470	-	-	-	-	-	-	-	-
México	...	393	263	329	298	257	262	-	313	362	320	455	440	415
Panamá	-	-	219	-	175	-	250	-	-	-	-	-	420	-
Uruguay	-	-	135	345	-	-	135	-	-	-	-	345	-	213
Venezuela	...	440	325	780	-	159	325	-	-	-	780	...	-	-

a/ Hasta el tercer trimestre de 1997 incluye las emisiones superiores a 150 millones de dólares.

b/ Incluye solamente las emisiones realizadas con posterioridad al colapso de la bolsa de Hong Kong (Región Administrativa Especial de China) del 27 de octubre de 1997. Las anteriores se incluyen en el tercer trimestre.

c/ La mayoría de las emisiones se colocaron en julio de 1998.

d/ A partir del cuarto trimestre de 1997 no se incluye la ampliación de bono global con plazos de 30 años, condiciones obtenidas antes de la irrupción de la crisis asiática.

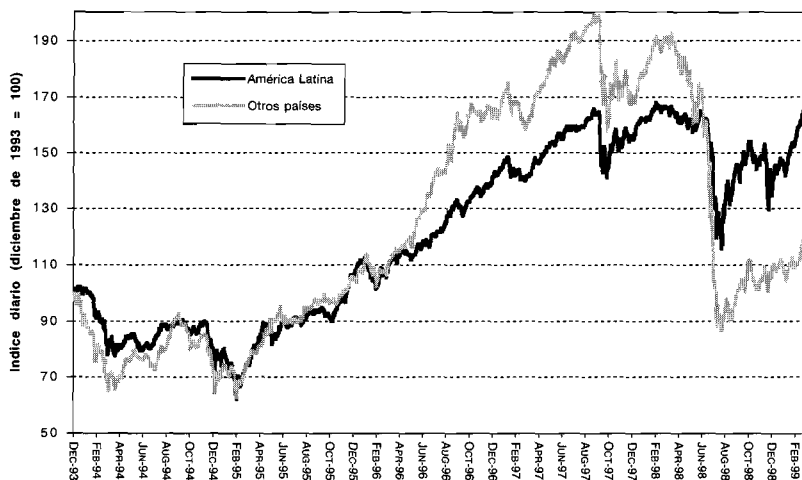
e/ A partir del cuarto trimestre de 1997 incluye euronotas y certificados de depósitos.

f/ Emisiones de títulos autorizadas que no necesariamente corresponden a las efectuadas en el mercado.

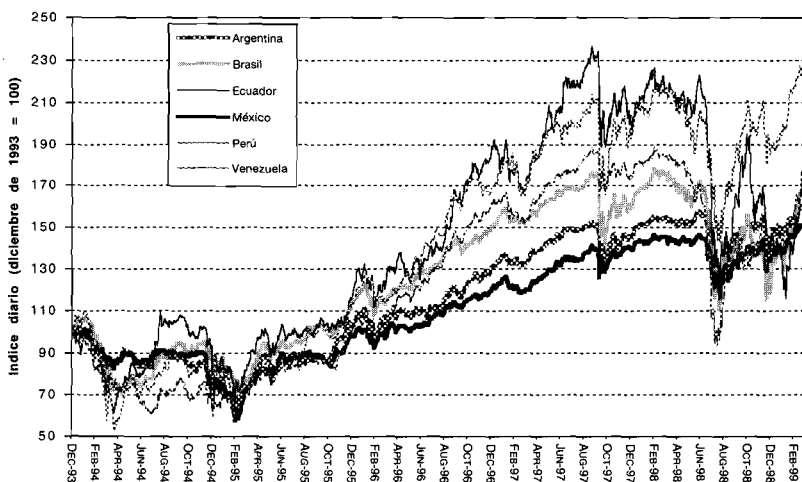
g/ Con opción de venta al séptimo año.

Fuente: Hasta el tercer trimestre de 1997: CEPAL, sobre la base de cifras del Banco Mundial, Financial Flows and the Developing Countries, varios números. A partir del cuarto trimestre de 1997: CEPAL, sobre la base de fuentes oficiales y privadas.

GRÁFICO 4. *Evolución de los precios de los bonos de las economías emergentes en el mercado internacional*



Precios de los bonos de los países latinoamericanos



Nota: Los diferenciales de las tasas de los bonos corresponden a la diferencia de rendimientos entre los bonos emitidos y los del Departamento del Tesoro de los Estados Unidos con plazos similares; 100 puntos equivalen a 1%.

FUENTE: J.P. Morgan.

no latinoamericanas, en el gráfico—, así como de los países latinoamericanos, han tendido a sufrir fluctuaciones paralelas: auge espectacular entre el segundo trimestre de 1995 —una vez superado el efecto “tequila”— y el tercero de 1997, y caídas fuertes sucedidas por recuperaciones incompletas a raíz de la crisis asiática de octubre de 1997 y la rusa de agosto de 1998; la brasileña de enero de 1999 tuvo, por el contrario, efectos mucho menores y concentrados en el mercado de títulos de América Latina. Dentro de estos movimientos paralelos de los precios, que reflejan el fenómeno de contagio, existen, sin embargo, diferencias en la evolución de distintos países o regiones y costos relativos de endeudamiento más estables, que manifiestan evaluaciones de más largo plazo sobre la solidez o debilidad relativas de las distintas economías.

Cabe resaltar que, aunque el fenómeno de contagio ha sido destacado con particular énfasis durante la crisis actual, dista mucho de ser de origen reciente. En los años ochenta, por ejemplo, el único país latinoamericano que se percibía en forma generalizada como inmune a los problemas de sobreendeudamiento, Colombia, fue incapaz de conseguir un gran volumen de recursos en los mercados financieros privados sobre una base estrictamente voluntaria y tuvo que acudir, por lo tanto, a distintos arreglos “semivoluntarios” (o “semiforzosos”).⁷

Los costos de la volatilidad en los mercados financieros internacionales son especialmente elevados para los países en desarrollo. Como veremos en el capítulo 5 de este ensayo, el auge del mercado de capitales durante las fases de bonanza genera fuertes presiones, que tienden a desviar variables claves de los países en desarrollo (el tipo de cambio y los precios de los activos, entre otras) de su equilibrio a largo plazo. El costo más importante de este fenómeno es el posible desencadenamiento de crisis cambiarias y financieras, cuando los flujos se revierten en forma abrupta. La evidencia indica, además, que, a través de diversos canales macroeconómicos, el financiamiento externo desplaza ahorro nacional y, por ende, no se refleja en una acumulación de capital equivalente a la magnitud de los flujos. En promedio, se ha estimado que en América Latina la mitad del financiamiento externo sustituye ahorro nacional,⁸

7. Véase, al respecto Garay (1991), Garay, Angulo y Cadena (1994), y Ocampo y Lora (1988).

8. Uthoff y Titelman (1997).

pero en algunos de los episodios más destacados de entradas de capitales, como el que se produjo en Chile a fines de los años setenta o en México a comienzos de los noventa, la afluencia de recursos externos estuvo asociada a un debilitamiento aún más marcado del ahorro nacional. En la medida en que las inversiones financiadas con recursos externos no se orienten hacia los sectores productores de bienes y servicios que se comercializan a nivel internacional, pueden producirse en el futuro "problemas de transferencia", es decir dificultades para garantizar, a través de una mayor oferta de divisas, el pago del servicio del capital extranjero. El fenómeno de contagio reduce, además, la eficacia de las buenas políticas nacionales, ya que implica, en particular, que el mercado no valora adecuadamente el buen comportamiento macroeconómico, ni en períodos de auge ni, mucho menos, en momentos de crisis.

Para manejar la inestabilidad financiera, que se refleja en estos fenómenos de volatilidad y contagio, a nivel nacional se ha creado, sobre todo desde los años treinta, un completo conjunto de instituciones, que actúan a la vez como mecanismos preventivos y de intervención eficaz para evitar los efectos desestabilizadores de las crisis financieras; muchos de ellos tienen, sin embargo, raíces históricas anteriores. Esta "red de seguridad financiera", como también se la ha denominado, comprende las funciones del banco central como prestamista de última instancia, la regulación y supervisión prudencial, mecanismos de intervención del Estado para evitar la quiebra desordenada de intermediarios financieros durante las crisis, sistemas de seguros o garantías de depósitos y de crédito, y normas apropiadas para hacer frente a los problemas críticos de sobreendeudamiento y las quiebras de los agentes no financieros. Aun cuando la existencia de esta red no siempre impide que se produzcan las crisis financieras, como lo demuestran varios episodios ocurridos en los propios países industrializados,⁹ ha servido, sin duda, para evitar colapsos financieros más caóticos como los sufridos por muchos países hasta los años treinta.

Existe un creciente consenso de que la frecuencia cada vez mayor de crisis financieras internacionales mundo en las últimas décadas demuestra la ausencia de un desarrollo institucional similar a nivel global. Expresado de otra manera, refleja la enorme asimetría que existe entre un

9. Esto puede deberse, por lo demás, a que algunas de estas instituciones no se han adaptado al ritmo deseado al desarrollo muy dinámico de los mercados financieros en las últimas décadas.

mundo financiero cada vez más sofisticado, pero inestable, y las instituciones que lo regulan. El mundo carece, en pocas palabras, de instituciones apropiadas para la globalización financiera.

Este hecho viene siendo reconocido cada vez más en los debates internacionales. La agitada controversia que se ha suscitado en torno a la reforma del sistema financiero internacional ha girado, por lo tanto, en torno a la posibilidad de replicar algunas de las instituciones financieras nacionales a nivel global, así como a los efectos de los arreglos financieros internacionales sobre las políticas nacionales.¹⁰ A lo largo de esta controversia han surgido ya algunos consensos, pero también existen discrepancias notables. En el presente ensayo se analiza en forma crítica la naturaleza de estos acuerdos y divergencias y, a partir de ellos, se proponen posibles vías alternativas. Para ello, en el siguiente capítulo se examina, en primer término, lo que deben considerarse como presupuestos esenciales de una reforma relevante. En los capítulos 3 y 4 se presenta un análisis más a fondo de las controversias en curso. En el capítulo 5 se describe la naturaleza de las políticas nacionales adoptadas para hacer frente a los riesgos asociados a la volatilidad de los flujos de capital. Aunque el ensayo se concentra en la prevención y el manejo de crisis financieras, concluye con unas breves consideraciones sobre tres temas complementarios: los problemas pendientes de endeudamiento severo de países pobres, el financiamiento oficial para el desarrollo a nivel internacional y las redes de protección social para los grupos vulnerables.

10. Véanse Camdessus (1998a y 1998b), FMI (1998a y 1998b), Comité Provisional del Fondo Monetario Internacional (1998 y 1999), Banco Mundial (1998a), Grupo de los Siete (1998), Grupo de Trabajo ... (1999a), Jospin (1998), Miyazawa (1998), Rubin (1999), Eichengreen (1999), Griffith-Jones (1998) y Wyplosz (1999), entre otros.

CAPÍTULO 2

CUATRO PRESUPUESTOS BÁSICOS DE UNA REFORMA RELEVANTE

Para ser relevante, la reforma del sistema financiero internacional, cualquiera sea la forma que adopte, debe basarse en cuatro presupuestos fundamentales. El primero de ellos es que la inestabilidad del sistema se debe a “problemas de información” que son en gran parte insolubles, ya que el comportamiento del mercado financiero depende tanto de las **opiniones** y **expectativas** como de la información propiamente dicha. De hecho, uno de los grandes problemas del mercado financiero, y de muchos análisis recientes sobre su funcionamiento, es la tendencia a confundir la información con las opiniones y las expectativas a las que ésta da origen.

Como se sabe ampliamente, las imperfecciones en los flujos de información y, en especial, las asimetrías en el acceso que tienen a ella acreedores y deudores —el mayor conocimiento de los deudores sobre el uso de los fondos obtenidos en el mercado de crédito— son una de las causas fundamentales de las fallas del funcionamiento de los mercados financieros.¹¹ Por consiguiente, la disponibilidad de mejor información facilita un mejor funcionamiento del mercado, en particular una mejor asignación de los recursos para concesión de créditos. No obstante, en los últimos años hemos sido testigos de que mercados sofisticados y cada vez mejor informados han seguido mostrando una extrema e incluso creciente volatilidad. Esto obedece a diversos motivos, el más importante de los cuales sería el hecho de que gran parte de la información ante la cual reacciona el mercado se recibe muchas veces con retrasos

11. Véanse, entre otros, Stiglitz y Weiss (1981), Greenwald, Stiglitz y Weiss (1984), Greenwald y Stiglitz (1993) y Mishkin (1997).

considerables y depende de condiciones macroeconómicas que no se conocen plenamente por anticipado. Por ejemplo, es posible que algunas de las decisiones sobre inversión adoptadas antes de la crisis de la deuda de los años ochenta en América Latina o antes de la crisis asiática de 1997 hayan sido originalmente inadecuadas, pero la magnitud de las pérdidas que provocaron a los inversionistas estuvieron asociadas en gran medida a los importantes choques macroeconómicos que sufrieron estas regiones durante las crisis mencionadas y que eran impredecibles, al menos en relación con su magnitud y, de hecho, no fueron previstas ni siquiera por los mejores observadores. Por lo tanto, aunque un mayor volumen de información permite mejorar la eficiencia microeconómica del mercado financiero, contribuye muy poco a reducir la volatilidad **macroeconómica**.

Para entender los factores económicos que determinan dicha volatilidad, cabe señalar, recurriendo a los términos empleados en los aportes clásicos a la teoría keynesiana, que las decisiones de los agentes económicos en "tiempo histórico" (para utilizar el concepto de Joan Robinson) no sólo involucran riesgo sino, ante todo, **incertidumbre**.¹² En particular, las decisiones de ahorro e inversión que determinan el comportamiento macroeconómico no se toman sobre la base de un análisis de funciones de probabilidad de riesgo que se conocen con antelación, sino de opiniones y expectativas sobre la evolución imprevisible de las variables económicas. En otras palabras, los mercados son esencialmente imperfectos cuando implican una dimensión temporal, puesto que nunca se dispondrá de la información necesaria sobre el futuro para corregir esa "imperfección del mercado".

El manejo de la información que da origen a dichas opiniones y expectativas también plantea problemas. En este contexto, uno de los factores microeconómicos fundamentales es el hecho de que el procesamiento de la información que sirve de base a la adopción de decisiones específicas está sujeto a costos marginales que aumentan en forma acelerada, sobre todo en el caso de actores financieros en cuyas manos se concentran decisiones complejas. Así es como, ante la posibilidad de invertir en un determinado país (o sector), o simplemente de invertir o no, la junta directiva de una institución financiera no podrá aprovechar la abundante información sobre las fortalezas y debilidades de todas las

12. Keynes (1945), cap. 12, y Robinson (1965), cap. II.

empresas del país (o sector) con la que cuentan los miembros del equipo administrativo de la misma institución que operan directamente en el mercado. Obligatoriamente tendrá que recurrir a información mucho más simple e incluso a reglas burdas, y su decisión tenderá en gran medida a adecuarse a la “opinión general” que predomina en ese momento en el mercado.¹³ Independientemente de la racionalidad a la que responda esa “opinión general” (o su inexistencia), es evidente que sus posibles modificaciones tendrán efectos importantes sobre los mercados. De hecho, la interrelación entre la “información” que manejan los actores financieros en un determinado momento —las denominadas “cascadas de información”— o, más bien, entre las opiniones y las expectativas que se derivan de esa información, son un elemento esencial en la extensa literatura contemporánea sobre auges y colapsos financieros que responden a “profecías autocumplidas”.

La evolución de las opiniones con el transcurso del tiempo indica que la **misma** información puede ser interpretada de muy diferentes maneras en distintos momentos. Además, la mezcla entre la forma burda como se siguen formando hoy en día opiniones y expectativas, y la sofisticación de los mercados contemporáneos, significa que los mercados pueden llegar a ser incluso **más** volátiles ante cambios en las expectativas. Esta es la opinión del Presidente de la Reserva Federal de los Estados Unidos, según el cual “la amplitud de las crisis y el volumen de financiamiento oficial necesario para afrontarlas son de un orden de magnitud diferente al del pasado”.¹⁴ Efectivamente, los mercados sofisticados presentan características que pueden acentuar la inestabilidad. Esto obedece, ante todo, al perfeccionamiento de las comunicaciones y al hecho de que constantemente se están realizando operaciones comerciales en algún lugar del mundo, lo que amplifica las reacciones del mercado ante nueva “información”. Aquella de carácter especializado que se maneja actualmente en los mercados puede tener el mismo efecto. Por ejemplo, en el caso de los mercados emergentes hay considerable evidencia de que las agencias calificadoras de riesgo pueden haber acentuado la volatilidad, en lugar de reducirla.¹⁵ Esto obedece a que las calificaciones que realizan

13. Esta idea fue plasmada por Keynes en el concepto del “concurso de belleza”, en el que cada actor trata de determinar de la mejor manera posible cuál es la opinión prevaleciente en el mercado. Véase Eatwell (1996).

14. Greenspan (1998).

15. Larrain, Reisen y von Maltzan (1997).

están basadas no sólo en información sino también en una percepción subjetiva, es decir, en la opinión de dichas agencias sobre las fortalezas y debilidades del emisor de un título de deuda particular, que ha probado ser tan volátil como otras opiniones existentes en el mercado. Asimismo, los cambios de opinión de los inversionistas que el mercado considera "bien informados" —los inversionistas institucionales o los bancos de inversión, por ejemplo— pueden conducir a reacciones exageradas de quienes no lo están y que dependen del liderazgo de los primeros para tomar decisiones.¹⁶ También se reconoce ampliamente que la posibilidad de descomponer los riesgos financieros existente hoy en día, gracias al desarrollo del mercado de derivados, ha tendido a concentrar ciertos riesgos en determinados agentes, lo que implica que, aun si se adoptaran mejores medidas de regulación y supervisión de esas operaciones, el desencadenamiento de una crisis en ese sector del mercado podría tener repercusiones significativas. Ello fue precisamente lo que llevó a las autoridades de Estados Unidos a intervenir en 1998, cuando entró en crisis uno de los principales agentes del mercado de derivados, *Long Term Capital Management*, para evitar las repercusiones de la posible quiebra de esta empresa.

El segundo presupuesto de una reforma financiera internacional relevante es que, como en cualquier otro sistema de aseguramiento, la autoprotección o el autoseguro representan una alternativa costosa en el campo de las finanzas internacionales. Esta afirmación puede parecer obvia y tal vez no debería tomarse en cuenta, si no fuera porque muchas propuestas, especialmente aquellas que se hacen frecuentemente a países en desarrollo, implican que, en el orden internacional actual, un importante grado de autoprotección es inevitable. De hecho, la línea que separa las políticas nacionales destinadas a prevenir crisis financieras y la autoprotección es difusa. El mantenimiento de elevadas reservas internacionales, los intentos por despertar mayor confianza mediante la introducción de sesgos deflacionarios en la política macroeconómica, la adopción de regulaciones prudenciales más estrictas que las recomendadas por el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria, las disposiciones para desalentar la obtención de excesivos préstamos de corto plazo a través de distintos tipos de regulaciones sobre los flujos de capital, es decir toda la gama de políticas nacionales recomendadas a los países en desarrollo

16. Calvo (1998).

en un mundo caracterizado por la volatilidad del capital (con un énfasis relativo que varía considerablemente de acuerdo con el autor) tienen en común ciertos elementos de autoaseguramiento.

Todas las opciones de alcance exclusivamente nacional son costosas. Por consiguiente, aunque la prevención de riesgos excesivos es un elemento esencial de todo sistema de protección, la arquitectura básica del sistema financiero internacional no debería depender exclusiva, ni siquiera fundamentalmente, del fortalecimiento de estas formas de "autoseguro". Por el contrario, debería orientarse a la creación de mecanismos institucionales adecuados de carácter internacional capaces de reducir el costo que supone el depender exclusivamente de políticas nacionales y a la elección de las menos costosas entre estas últimas. En el caso de los países en desarrollo, debido a la mayor volatilidad vinculada a las fluctuaciones de las corrientes de capital y de los términos del intercambio, o de ambos, la dependencia exclusiva de un alto nivel de reservas internacionales o de políticas deflacionarias para hacer frente a los riesgos de deterioro macroeconómico puede tener un costo elevado. Como se indica en el capítulo 3, la adopción de estrictas regulaciones prudenciales para responder a los riesgos financieros puede ser necesaria, pero también es costosa, por lo que un sistema internacional bien estructurado debe complementar dichas políticas con mecanismos institucionales que permitan reducir los costos a un mínimo. En los capítulos 4 y 5 se argumenta que, desde la perspectiva de las políticas nacionales, las ventajas que ofrecen las regulaciones orientadas a desalentar los préstamos externos de corto plazo residen precisamente en que limitan (aunque, como es obvio, no eliminan) la necesidad de recurrir a alternativas más costosas.

El tercer presupuesto esencial de una reforma relevante del sistema financiero internacional es el reconocimiento de que las naciones, sobre todo las industrializadas pero también muchos países en desarrollo, sólo están dispuestas a renunciar muy parcialmente a su soberanía, e incluso pueden no estar dispuestas a cederla del todo,¹⁷ o bien, como ocurre en el caso de algunos países de la Unión Europea, solamente a entregarla a una organización de carácter regional que ellas mismas controlan. Se podría argumentar ampliamente sobre los aspectos positivos y negativos de esta realidad, pero es obvio que debe tomarse en cuenta si se desea

17. Véase Rodrik (1998a).

realizar una reforma viable. Implica, en particular, que el sistema internacional no podrá tener las mismas características que las "redes de seguridad financiera" nacionales, es decir, que sólo las reproducirá de manera parcial e imperfecta. Lo anterior se aplica a las funciones de prestamistas de última instancia de los bancos centrales, a la regulación y la supervisión prudenciales, a las garantías y seguros de depósitos y créditos, y a las normas sobre quiebras. A su vez, significa que uno de los principales objetivos de la arquitectura financiera internacional debe ser el garantizar que un sistema dependiente de una red de instituciones **nacionales** (o regionales, como ocurre con algunas de la Unión Europea) preste debida atención a las interrelaciones internacionales de las políticas nacionales, es decir, que internalice al menos parte de las externalidades que se generan entre unas y otras. También significa que las opciones que no son viables en el plano nacional (entre otras, las restricciones a ciertas actividades o incluso las suspensiones unilaterales del pago de deudas) no deberían descartarse como opciones posibles a nivel internacional.

Según el cuarto presupuesto, ningún sistema financiero internacional es neutral en términos del equilibrio de las relaciones internacionales. Por este motivo, los países en desarrollo y los países pequeños deben prestar mucha atención al equilibrio que supone cada alternativa, y a los **procedimientos** de análisis y decisión de las reformas.¹⁸ En el capítulo 4 se hace énfasis en que un sistema internacional dependiente de una sola o de unas pocas instituciones internacionales es menos equilibrado que un sistema dependiente de una red de entidades regionales y del control de pares entre instituciones nacionales. Los foros más amplios son superiores a los más restringidos, en el sentido de dar origen a consensos estables entre todos los participantes, sean o no poderosos. La participación de un número muy restringido de países y organizaciones internacionales es precisamente la deficiencia fundamental del principal foro de debate sobre reforma del sistema financiero internacional, el Foro sobre Estabilidad Financiera, creado por el Grupo de los Siete en marzo de 1999. Además, una agenda amplia, en la que se consideren todos los temas relevantes, es preferible a una agenda limitada. Por último, pero no por ello menos importante, la existencia de una amplia gama de

18. Éstas aparecen como inquietudes muy importantes del Grupo de Trabajo ... (1999a), Grupo de los 24 (1998) y Helleiner y Oyejide (1998).

alternativas facilita a los países con muy escaso poder en el plano internacional el manejo de posibles crisis, lo que no ocurre cuando sólo disponen de opciones limitadas.

La complejidad del sistema deseado y de los distintos caminos que pueden tomarse para desarrollarlo es una consecuencia lógica de la combinación de estos cuatro presupuestos. Como se intenta demostrar en este ensayo, el ideal es un sistema integral, en el que se tomen en consideración tanto las áreas sobre las cuales existe acuerdo actualmente como aquellas sobre las que aún subsisten divergencias. En cierto sentido, la complejidad del sistema deseable obedece en gran medida a la necesidad de optar por una combinación de soluciones parciales, ya que no existe una solución óptima. Además, dada la naturaleza de los equilibrios existentes en las relaciones internacionales, no se puede saber con certeza si, incluso en caso de que se conviniera en aplicar a nivel internacional las soluciones adoptadas a nivel nacional —es decir, si fuera posible establecer un banco central de alcance mundial, junto con una superintendencia financiera mundial, garantías y seguros de depósitos y créditos, y tribunales internacionales para los casos de quiebra relacionados con transacciones transfronterizas—, dicho sistema sería adecuado para los actores internacionales menos influyentes. El hecho de que algunos actores importantes no se consideren expuestos a problemas de fondo también acentúa la complejidad de los caminos a seguir. Otro tanto ocurre como consecuencia de que la estructura mucho más sencilla de adopción de decisiones que se empleó en el diseño del sistema de Bretton Woods, en el que las negociaciones tuvieron lugar entre los dos poderes dominantes y vencedores en la segunda guerra mundial, sería inaceptable en el mundo de hoy. Probablemente también se debería señalar que ésta es una de las razones por las cuales algunos autores consideran que sólo se puede realizar una reforma de alcance muy limitado,¹⁹ y que no se puede depender de la creación de nuevas instituciones, por lo que la única alternativa posible es construir sobre las ya existentes.

19. Véase, en particular, Eichengreen (1998a).

CAPÍTULO 3

LAS ÁREAS DE CONSENSO

1. NECESIDAD DE SEGUIR APLICANDO POLÍTICAS EXPANSIONISTAS EN LOS PAÍSES INDUSTRIALIZADOS

Hay varias áreas en las que los debates de los últimos años han ido dando origen a acuerdos, aunque en algunos casos sólo son parciales, debido a la variedad de interpretaciones o la importancia relativa que los distintos autores otorgan a determinados componentes de la reforma. Si tomamos en cuenta, en primer término, las medidas de corto plazo, se observa un reconocimiento cada vez mayor de que la crisis financiera internacional que afecta a numerosos países en desarrollo exige el mantenimiento de políticas macroeconómicas expansionistas en el mundo industrializado. Ésta es una diferencia fundamental entre la crisis actual (y la del efecto “tequila”) y la crisis de la deuda que afectó a América Latina a comienzos de los años ochenta, que se vio agravada por las altas tasas de interés derivadas de la adopción de políticas monetarias contraccionistas en los Estados Unidos.²⁰ Curiosamente, el cambio generalizado que ha dado origen a estos recientes acuerdos comenzó a producirse sólo después de mediados de 1998 —un año después del estallido de la crisis asiática— y sólo se ha traducido en un acuerdo con respecto a la **orientación** de la política monetaria y la necesidad de un estímulo fiscal en Japón. Aún subsisten divergencias con respecto a la **magnitud** del impulso monetario y a la necesidad de complementarlo con un estímulo fiscal en un mayor número de países.

20. En relación con este tema, véase el ensayo clásico de Díaz-Alejandro (1988), cap. 15.

Por otra parte, lo que quizá es aún más importante, aunque este giro de las políticas puso fin a las expectativas marcadamente desfavorables que caracterizaron a los mercados financieros mundiales luego de la moratoria rusa de agosto de 1998, su “filtración” (o “goteo”) al mundo en desarrollo ha sido parcial, ya sea porque el estímulo neto que éste recibe en el plano comercial es muy limitado —y plantea amenazas de proteccionismo de los países industrializados— o porque el descenso de las tasas de interés en estos últimos hasta ahora sólo ha contribuido muy parcialmente a la recuperación de la confianza en los mercados emergentes, o por ambos motivos. En el plano financiero, por ejemplo, es evidente que aunque la recuperación de los precios de los bonos latinoamericanos ha sido mucho más rápida después de la crisis rusa y brasileña (70 y 50 días, respectivamente) que de la asiática (100 días), o del efecto “tequila” (110 días), los montos de las nuevas emisiones se han mantenido a un bajo nivel por más tiempo y sus condiciones se han deteriorado (véanse el gráfico 5 y el cuadro 2). De hecho, debido a la notable dependencia de los Estados Unidos como único motor del crecimiento económico mundial, el efecto de “filtración” es aún menor, y es posible que a mediano y largo plazo se compense parcial o plenamente con los crecientes riesgos que supone la dependencia de lo que aparece, cada vez con más fuerza, como un auge insostenible de la bolsa de valores y el consumo privado en dicho país.

2. NECESIDAD DE PROVEER FINANCIAMIENTO DE CONTINGENCIA A PAÍSES EN DIFICULTADES

La limitada “filtración” de las políticas expansionistas de los países industrializados y las evidentes pruebas de contagio durante las crisis internacionales son algunos elementos que han contribuido al surgimiento de un acuerdo cada vez más amplio sobre la segunda área de reforma: la necesidad de incrementar la oferta de liquidez en períodos de crisis y, sobre todo, de proporcionar financiamiento de contingencia a los países en dificultades que se haga efectivo **antes**, no después, de que se agoten sus reservas internacionales.²¹ La puesta en marcha, en abril de 1999, de

21. Esta es una versión moderada de los argumentos en favor del establecimiento de un “prestamista de última instancia” a nivel internacional. En Sachs (1995) y Fischer (1999) se analizan algunos argumentos en pro y en contra de la existencia de un prestamista de este tipo.

GRÁFICO 5. *Períodos de recuperación de los precios de los bonos latinoamericanos*

Nota: Los diferenciales de las tasas de los bonos corresponden a la diferencia de rendimientos entre los bonos emitidos y los del departamento del Tesoro de los Estados Unidos con plazos similares; 100 puntos equivalen a 1%.

FUENTE: J.P. Morgan.

este nuevo mecanismo es un gran adelanto, no sólo en relación con los principios sobre intervención que se adoptaron en Bretton Woods, basados en el concepto de “desequilibrio fundamental” de la balanza de pagos —y, por ende, en un principio más curativo que preventivo—, sino también con la experiencia acumulada desde la crisis mexicana de 1994 y asiática en 1997, oportunidades en las cuales los fondos de contingencia sólo se pusieron a disposición de los países después del estallido de la crisis. De todos modos, es posible que este nuevo tipo de financiamiento de contingencia tenga una eficacia limitada, como lo demuestra la reciente crisis brasileña,²² debido a tres razones fundamentales: a) porque puede traducirse en la postergación de un ajuste que se considera inevitable (en el ámbito cambiario en el caso de Brasil y de muchos otros países); b) porque en el marco de la reglamentación aprobada el proceso de negociación puede continuar siendo demasiado complejo,

22. En términos estrictos, la línea de crédito aprobada a Brasil en diciembre de 1998 no se hizo en el marco de las nuevas líneas de crédito de contingencia del Fondo Monetario Internacional, creadas posteriormente, en abril de 1999, pero fue la primera vez en que el crédito se puso a disposición antes y no después de que se agotaran las reservas internacionales del país.

y, lo que probablemente sea más importante, c) porque el mercado considera que las autoridades proveedoras de recursos (el Fondo Monetario Internacional, apoyado por algunos bancos de desarrollo y unos pocos países industrializados) no pueden o no están dispuestas a proporcionar el volumen de fondos que realmente se requieren para contrarrestar las presiones especulativas. Estos problemas se ven agravados por las controversias sobre la naturaleza de la condicionalidad impuesta al uso de dichos recursos. Este tema es objeto de atención en el capítulo 4.

Dada dicha condicionalidad y, en general, los enormes costos económicos y sociales de las crisis, es evidente que la existencia de fondos de contingencia no plantea problemas de "riesgo moral" (*moral hazard*) por parte de los países deudores, lo que significa que ningún país se endeudará excesivamente porque sabe que tendrá acceso a estos recursos en caso de crisis. Hay razones para pensar que este tipo de riesgo tampoco es característica de los acreedores, ya que, como norma general, ningún agente privado presta recursos pensando en que, en caso de crisis, el país al cual están facilitando los recursos será rescatado por el Fondo Monetario Internacional, con el apoyo de los países industrializados. Sin embargo, como se señaló en el párrafo anterior, una vez en dificultades, el acceso a los recursos puede llevar a los países a aplazar ajustes necesarios y, además, el acceso a ellos sin duda permite a muchos acreedores evitar pérdidas en que incurrirían en su ausencia. Por este motivo, las reglas de acceso a los fondos de contingencia deben contener disposiciones que permitan evitar, mediante la supervisión de las políticas macroeconómicas y una posible condicionalidad, el primero de estos problemas. Para impedir que se produzca el segundo, deben formularse, además, normas complementarias orientadas a garantizar una participación adecuada del sector privado en la carga del ajuste. Estos temas son objeto de atención detallada más adelante.

Cabe agregar que si no se dispone de financiamiento adecuado en períodos de crisis, o si el mercado no confía en la disponibilidad del volumen necesario de fondos de contingencia, la disciplina del mercado puede introducir un marcado sesgo en la política macroeconómica y, por lo tanto, acentuar el carácter procíclico de dicha política, como resultado del esfuerzo de las autoridades por despertar confianza en mercados volátiles.²³ En estas circunstancias, puede ser necesaria la adopción de

23. Eatwell (1996).

mecanismos más drásticos que permitan a las autoridades contrarrestar la entrada de capitales en períodos de euforia financiera o alternativas más radicales para afrontar la crisis, incluidas normas sobre regulación de flujos de capital

3. NECESIDAD DE PERFECCIONAR EL MARCO INSTITUCIONAL EN EL CUAL OPERAN LOS MERCADOS FINANCIEROS

La tercera área de consenso se refiere a la necesidad de proporcionar mejor información a los mercados financieros, y de adoptar estándares comunes mínimos sobre regulación y supervisión prudencial y contabilidad financiera, códigos de conducta sobre políticas fiscales, monetarias y financieras, y principios de buen manejo corporativo; es decir, de mejorar el marco institucional en el que operan los mercados financieros. En particular, hay un amplio acuerdo sobre el importante aporte de la información al buen funcionamiento microeconómico de los mercados financieros y sobre la necesidad de adoptar drásticas medidas de regulación y supervisión prudencial con el fin de asegurar la estabilidad financiera.²⁴ Sin embargo, no se puede dejar de resaltar que, aparte de los efectos relacionados con la eficiencia y la estabilidad de dichos mercados, muchas de estas reformas forman parte de un encomiable proceso destinado a dotar de una mayor transparencia a las políticas públicas en todo el mundo y que muchas de ellas incluso podrían justificarse sólo por ese motivo. No obstante, aún hay cierto desacuerdo sobre las autoridades a las que se deberían otorgar mayores atribuciones en materia de regulación y supervisión prudencial; sobre las características de las nuevas regulaciones necesarias para reducir la volatilidad, y sobre la medida en que una información, una regulación y una supervisión más amplias contribuyen a la estabilidad.

En cuanto al primero de estos temas, si bien se reconoce la necesidad de ampliar las funciones de supervisión de las políticas macroeconómicas que lleva a cabo el Fondo Monetario, a fin de permitir que realice análisis más detallados del sector financiero de los países y de las corrientes de capital,²⁵ también parece haber acuerdo sobre la inconveniencia de que

24. Véase, en particular, FMI (1998a), así como otros trabajos citados en la nota 10.

25. Véase Comité Provisional del Fondo Monetario Internacional (1998).

el Fondo se convierta en la autoridad internacional encargada del establecimiento de normas mínimas en materia de regulación y supervisión prudencial, y del control de su instrumentación en los países. En esta área se han formulado propuestas ambiciosas, tales como la de crear una autoridad financiera mundial que se ocupe de las prácticas regulatorias y los procedimientos de manejo efectivo de riesgos, la fiscalización del desarrollo de funciones de prestamista de última instancia, y la rendición de cuentas del Fondo Monetario y el Banco Mundial.²⁶ Otras propuestas, menos ambiciosas, son la de fortalecer las actividades del Banco de Pagos Internacionales (incluido el Comité de Basilea) y de la Organización Internacional de Comisiones de Valores en materia de regulación y supervisión prudencial, lo que exigiría la incorporación de un mayor número de países en desarrollo a estas organizaciones. En un comunicado emitido por el Grupo de los Siete en octubre de 1998, se presenta una interesante propuesta, la de recurrir en mayor medida al control de pares en este ámbito. Esto justificaría ampliamente el diseño de un sistema internacional basado en una red de organizaciones regionales y subregionales, que recurran al control de pares como mecanismo básico de funcionamiento, en el cual una autoridad financiera mundial, creada a partir del Banco de Pagos Internacionales y la Organización Internacional de Comisiones de Valores, actuaría como coordinador de esta red de instituciones.

Las autoridades de los países desarrollados, y muchas otras instancias, concuerdan además en la necesidad de ampliar el ámbito de aplicación de la regulación y supervisión prudencial a instituciones financieras con altos niveles de apalancamiento (fondos de cobertura de riesgos y otras entidades activas en los mercados de derivados) y a los centros extraterritoriales (*offshore*),²⁷ pero el alcance de las reformas debería ser indudablemente mucho mayor. En el caso de los países industrializados, es evidente que la regulación prudencial de las instituciones y operaciones financieras —incluidos los fondos mutuos y las operaciones en el mercado de derivados— debería otorgar más importancia al elevado riesgo que supone otorgar crédito o cubrir las contingencias a países con un alto endeudamiento neto, sobre todo de corto plazo. Esto desalentaría la concesión de préstamos de este tipo y la

26. Eatwell y Taylor (1998).

27. Grupo de los Siete (1998).

cobertura de riesgos directamente en su fuente. En cuanto a los prestatarios, en los principios de Basilea sobre supervisión bancaria y las normas prudenciales pertinentes de los países se debería prestar atención o dar más importancia a los riesgos relacionados con la expansión del crédito, a los descalces entre activos y pasivos en moneda extranjera, a la acumulación de pasivos de corto plazo en moneda extranjera por parte de los intermediarios financieros y a la valoración de activos fijos que se utilizan como garantía de créditos en episodios de inflación de activos. Según el tipo de operación de que se trate, habría que imponer normas más estrictas sobre capital, exigencias orientadas a evitar descalces de monedas o de plazos y exigencias equivalentes sobre liquidez, o bien imponer límites a la valoración de activos. Esto no sólo desalentaría las inversiones riesgosas, sino también su financiamiento arriesgado.

Asimismo, se deben tener en cuenta los vínculos existentes entre los riesgos financieros a nivel nacional y las fluctuaciones de variables macroeconómicas fundamentales, especialmente el tipo de cambio y las tasas de interés. Esto indica que las normas prudenciales deberían ser más estrictas en los países en desarrollo, en los que esos vínculos son más importantes, y que deberían reforzarse en épocas de euforia financiera, para tomar en consideración el creciente riesgo en que incurren los agentes financieros durante esos períodos. De lo contrario, la aplicación de estrictas normas prudenciales puede convertirse en un elemento procíclico de la política económica, dado que, si bien pueden atenuar los riesgos excesivos en períodos de bonanza económica, el rigor de las normas sólo se hace efectivo durante los períodos de contracción, cuando el incumplimiento de las obligaciones de los deudores activa las normas sobre castigos de cartera afectando, a través de las disposiciones aplicables al capital de los intermediarios, su capacidad para conceder nuevos préstamos. Debido a las importantes externalidades que pueden provocar las grandes empresas no financieras en el sector financiero de un país, sobre todo en el contexto de una depreciación de la moneda, también deberían imponerse ciertas restricciones al endeudamiento externo de dichas empresas. Estos temas se examinan más en detalle en el capítulo 5.

Aunque la regulación y supervisión prudencial desempeñan, por lo tanto, un papel esencial, no pueden desconocerse los graves problemas de información que afectan a una y otra.²⁸ En primer lugar, la regulación

28. Véase, por ejemplo, UNCTAD (1998), Primera Parte, cap. IV.

tiende a quedar rezagada en un contexto de innovación financiera y, de hecho, estimula las innovaciones. Mas aún, debido a que la regulación está orientada a los intermediarios financieros más que a las actividades financieras propiamente dichas, una de las principales formas de innovación es la creación de nuevos agentes, no regulados, que presten los mismos servicios. En términos más generales, como lo indica la larga experiencia histórica de los países industrializados y los países en desarrollo, las innovaciones institucionales de carácter regulatorio y los sistemas de información que se requieren para su funcionamiento surgen casi siempre con rezago y, aunque cumplen la función de evitar la repetición de cierto tipo de eventos conocidos, difícilmente pueden adelantarse a los cambios en el mercado.

Por otra parte, los supervisores sólo pueden analizar un número limitado de operaciones de los intermediarios financieros y la información con que cuentan para esta tarea no sólo es parcial, sino que se conoce con cierto rezago. De hecho, en el ámbito de la supervisión prudencial se ha observado con frecuencia en todo el mundo que cuando las autoridades toman plena conciencia de casos de alto riesgo ya es demasiado tarde para evitar insolvencias, incluso algunas de gran envergadura. Además, en muchos de estos casos la información constituye una sorpresa, incluso para las empresas privadas financieras y no financieras con fines de lucro que participan en las actividades correspondientes, y que obviamente se involucraron en ellas por considerar que serían rentables; este hecho plantea serias dudas sobre la posibilidad de haber evitado en su fuente la adopción de las decisiones individuales que dan lugar, con posterioridad, a la acumulación de operaciones riesgosas. Esto tiene una estrecha relación con el hecho de que las decisiones de inversión que no son rentables o incluso arrojan pérdidas (y, por lo tanto, el verdadero riesgo asociado a ellas) sólo se conocen años después de su adopción y, como ya se ha señalado, dependen de factores no sólo microeconómicos, sino también macroeconómicos, muchos de los cuales sólo se conocen, y sólo pueden conocerse, con posterioridad.

Aunque uno de los principales objetivos de la regulación y la supervisión es que los intermediarios financieros tomen más conciencia de los riesgos que asumen, la conveniencia de limitar la asunción de riesgos por parte de entidades privadas tiene evidentes limitaciones. Después de todo, éste es precisamente el papel fundamental del espíritu empresarial y el principal propulsor del crecimiento de las economías modernas, y

una de las funciones esenciales de los sistemas financieros es facilitar la realización de actividades innovadoras, que por su propia naturaleza son riesgosas. También es posible que algunos de los objetivos clásicos de la regulación pierdan vigencia cuando se producen choques macroeconómicos muy fuertes, dado que en tales casos la diversificación de riesgos en el plano nacional se convierte en una salvaguardia inadecuada, los intentos para evitar este problema aumentando los activos y pasivos en moneda extranjera provocan nuevos riesgos asociados a descalces cambiarios, y el volumen de capital necesario para evitar circunstancias extraordinarias puede ser tan elevado que haga perder todo interés de los agentes privados en la realización de importantes actividades financieras.

Asimismo, cabe recordar que la regulación prudencial no sólo recurre a señales de precios (mayores exigencias de capital como contrapartida de activos más riesgosos y requisitos de liquidez proporcionales a pasivos de corto plazo, por ejemplo), sino también a una amplia gama de restricciones cuantitativas (prohibición o imposición de límites explícitos a ciertos tipos de operaciones, tales como requisitos para evitar el descalce entre ciertos activos y pasivos, o las limitaciones sobre créditos a sociedades relacionadas). La supervisión prudencial es, por su parte, una intervención pública de carácter necesariamente discrecional. Las restricciones cuantitativas y las intervenciones discrecionales son precisamente los dos tipos de intervenciones que suelen considerarse hoy en día como fuente de importantes "fallas del gobierno". De hecho, algunos de los principales argumentos sobre "riesgo moral" están íntimamente asociados al carácter discrecional de la supervisión prudencial. Una paradoja peculiar de la literatura reciente sobre el tema es que los autores que se niegan a reconocer que las restricciones cuantitativas y las intervenciones gubernamentales discrecionales, e incluso las intervenciones del sector público en general, pueden tener algún valor en otras áreas de la política económica (en la regulación del comercio exterior o de la cuenta de capitales) son, a la vez, ardientes defensores de los controles cuantitativos y de las políticas discrecionales en el ámbito financiero.

Aunque hay razones convincentes que justifican la regulación y la supervisión prudencial estrictas del sector financiero, las posibilidades de evitar crisis financieras que ofrecen estos instrumentos son limitadas y no puede dejar de reconocerse que el uso de estos instrumentos también tiene costos. Las posibilidades que ofrecen las reformas en estas áreas de

las políticas públicas son, por lo tanto, más limitadas de lo que suponen sus defensores más entusiastas. Por otra parte, los rezagos que presentan las prácticas regulatorias y las limitaciones que enfrentan los supervisores en este campo justifican ampliamente el poner énfasis en los sistemas de regulación **interna** desarrollados por los bancos y otros intermediarios financieros, y concentrar una parte importante de las actividades de supervisión en la evaluación del funcionamiento de estos sistemas de control interno.

En lo que respecta a la información, se podrían hacer comentarios muy similares. Como se ha dicho en el capítulo 2, un mejor sistema de información puede realzar la eficiencia microeconómica de los sistemas financieros pero tiene efectos limitados sobre la estabilidad macroeconómica, que no depende de la información en el sentido estricto del término, sino que responde sobre todo a la evolución de las opiniones y las expectativas que se forman a partir de ella. El desarrollo de indicadores de vulnerabilidad o "alerta temprana" puede cumplir un papel fundamental a nivel macroeconómico, mediante la identificación de elementos que en el pasado han estado asociados con crisis financieras. Su principal valor es, obviamente, el de inducir acciones de política económica orientadas a evitar que esto ocurra. Sin embargo, el diseño de estos sistemas ha resultado esquivo y ciertamente ha sido imposible desarrollar modelos que permitan predecir las crisis en forma consistente. Como lo ha señalado correctamente el Fondo Monetario Internacional, si se desarrollara un modelo con esta capacidad predictiva, perdería inmediatamente su utilidad, ya que alteraría el comportamiento de los gobiernos y del sector privado, por el hecho de anticipar acciones y de inducir, por lo tanto, dinámicas diferentes a las que se han observado en el pasado.²⁹

La diferencia entre la información, en el sentido estricto del término, y las opiniones y expectativas debe tenerse en cuenta en el diseño de cualquier sistema orientado a proveer mayor información a los mercados. Así, como lo señala el Grupo de Trabajo de las Naciones Unidas, es evidente que la información que generen el Fondo Monetario Internacional y otros organismos financieros internacionales sobre sus países miembros debe ser pública, pero no es posible poner en el mismo plano a las **opiniones** que estos organismos tienen sobre las políticas de los países.³⁰

29. FMI (1998b), cap. IV.

30. Grupo de Trabajo ... (1999a), sección 6.

Asimismo, dado el peso que tienen los factores subjetivos en la valoración del riesgo soberano por parte de las agencias calificadoras de riesgo y la volatilidad que ha caracterizado a dichas opiniones en el pasado, estos importantes agentes de información deben ser sujetos a regulación y sus calificaciones de dicho riesgo deben regirse por estrictos parámetros objetivos, de público conocimiento. Además, convendría estudiar la posibilidad de reemplazar la calificación de riesgo **soberano** que hoy en día realizan estas agencias por un sistema de calificación que apliquen las entidades de supervisión en que se originan los recursos, de acuerdo con parámetros objetivos acordados a nivel internacional.³¹

4. NECESIDAD DE ESTABLECER MECANISMOS ADECUADOS PARA INTERNALIZAR LAS EXTERNALIDADES DERIVADAS DE LAS POLÍTICAS MACROECONÓMICAS NACIONALES

En vista de que los países sólo están dispuestos a renunciar a su soberanía económica muy parcialmente, en el nuevo ordenamiento financiero internacional se deberán establecer mecanismos más eficaces que los actuales para manejar en forma adecuada las externalidades de carácter macroeconómico que se crean entre países, sobre todo el efecto de contagio en épocas de bonanza y de crisis y las repercusiones internacionales de las políticas nacionales. En el caso de los países industrializados, éste es un requisito esencial para garantizar la coherencia global de las políticas macroeconómicas, es decir su capacidad para evitar tanto presiones inflacionarias como deflacionarias a nivel mundial. En el de los países en desarrollo, habrá que establecer mecanismos para desarrollar líneas de defensa conjunta para hacer frente a los ciclos agudos de financiamiento externo y para internalizar los efectos regionales de las políticas macroeconómicas nacionales.

Los tres problemas esenciales de la estructura actual son la debilidad de los mecanismos existentes en esta área, la falta de representación adecuada de los países en desarrollo y la notable asimetría que existe entre las dos fases del ciclo económico. En lo que respecta al primer problema, el Grupo de los Siete es un débil mecanismo de consulta, los países que no requieren financiamiento del Fondo Monetario Internacional pueden

31. CEPAL (1998c).

ignorar fácilmente los exámenes regulares de las políticas macroeconómicas nacionales contemplados en el artículo IV del Convenio Constitutivo del Fondo y en el mundo en desarrollo no existen mecanismos regionales de consulta (y mucho menos de supervisión y coordinación). En cuanto al segundo problema, los países en desarrollo y los pequeños países industrializados no tienen voz alguna en el Grupo de los Siete y su representación en el Comité Provisional del Fondo Monetario Internacional es inferior a lo que sería conveniente. La asimetría entre las dos etapas del ciclo financiero se refleja en el hecho de que, mientras la combinación de la disciplina del mercado y la condicionalidad del Fondo son mecanismos contundentes en períodos de crisis —quizá incluso extremadamente estrictos, como hemos comentado en relación con la disciplina del mercado y señalaremos más adelante con respecto a la condicionalidad—, no hay mecanismos similares que operen en los períodos de auge, durante los cuales se asumen la mayoría de los riesgos que se manifiestan posteriormente durante las crisis. En pocas palabras, la prevención de crisis corresponde fundamentalmente a las políticas que se adoptan para hacer frente a las etapas de bonanza, cuando la “disciplina (o, más bien, la indisciplina) del mercado” tiene efectos perversos, dado que generalmente estimula una “exhuberancia irracional”, para emplear la expresión acuñada por Alan Greenspan,³² y no hay claros límites aplicables a la adopción de políticas nacionales procíclicas.

El amplio consenso sobre la necesidad de reforzar las consultas y la supervisión de las políticas económicas nacionales no se ha reflejado en un acuerdo similar sobre las instituciones adecuadas para hacerlo. La propuesta de Francia de ampliar el mandato del Comité Provisional del Fondo Monetario, a fin de convertirlo en un órgano de formulación de políticas es, sin duda, la más promisorio de todas —ciertamente más que las propuestas de ampliación del Grupo de los Siete—, aunque exigiría la incorporación de un mayor número de países en desarrollo a dicho Comité. Paralelamente, en el nuevo orden habría que otorgar mayor peso a las consultas que se celebren de conformidad con las disposiciones del artículo IV del Convenio Constitutivo del Fondo. Por no tener parangón como foro mundial, y por ser indudablemente el más democrático de todos los foros de su género, las Naciones Unidas deberían desempeñar funciones en esta área, por intermedio de un Consejo Económico y Social

32. Greenspan (1996).

perfeccionado o la creación de un Consejo de Seguridad Económica, de acuerdo a lo recomendado en 1995 por la Comisión de Gestión de Asuntos Públicos Mundiales (*Commission on Global Governance*), cuyos mandatos incluirían una gama más amplia de temas económicos, sociales y ambientales. En el mundo en desarrollo se podrían diseñar mecanismos similares de consulta de carácter regional, en los que se recurriera al control de pares, tal como se ha recomendado en la sección anterior con respecto a la fiscalización de los mecanismos de regulación y supervisión prudencial.

Además, es esencial que en todos estos mecanismos de consulta y supervisión se dé más importancia al manejo de los períodos de bonanza, que es precisamente cuando se incuban las crisis financieras. Como se destaca en el capítulo 5, se requiere un cambio de orientación similar en relación con las políticas nacionales de los países en desarrollo.

5. DISPOSICIONES RELATIVAS A LA SUSPENSIÓN DE PAGOS CON ANUENCIA INTERNACIONAL (O CONCERTADA) PARA GARANTIZAR LA DISTRIBUCIÓN ADECUADA DE LA CARGA DE LOS PROCESOS DE AJUSTE

La fuga caótica de capitales tiene efectos dramáticos en los países deudores, debido a sus efectos perturbadores sobre el tipo de cambio, las tasas de interés y la actividad económica; acentúa, además, la posibilidad de que la falta de liquidez se traduzca en insolvencia. Este fenómeno también tiene consecuencias negativas para los acreedores, dado que reduce la posibilidad de que a muchos de ellos se les reembolse lo adeudado. En estas condiciones, la suspensión unilateral del servicio de la deuda también tiene efectos graves. Al provocar una pérdida de confianza en las autoridades nacionales, puede agravar —en lugar de mejorar— las condiciones a corto plazo. La experiencia de muchos países en desarrollo en las dos últimas décadas, y en épocas anteriores, indica que las negociaciones iniciadas con los acreedores a partir de estas suspensiones unilaterales conducen a una serie de reprogramaciones de la deuda, en medio de la renuencia y desconfianza de éstos, que interrumpen las inversiones y detienen el crecimiento por períodos prolongados. Cabe señalar que, en estos casos, a través de la disminución del valor de los bonos y de los castigos que deben aplicar los bancos a la cartera y, más en general, debido al retraso en el servicio de la deuda, los acreedores

también comparten actualmente el costo del ajuste. Sin embargo, mientras estos hechos no se hagan explícitos en acuerdos de renegociación, se produce un "juego de suma negativa", en que los costos para los acreedores no se reflejan en ganancias para los deudores, que deben enfrentarse mientras tanto a la suspensión del financiamiento externo y a ajustes macroeconómicos severos. Por su parte, como ya hemos señalado, la provisión de mayor liquidez por parte de las instituciones internacionales y fuentes oficiales en estas circunstancias puede salvar las inversiones de muchos acreedores privados, lo que plantea serios problemas de riesgo moral y graves inquietudes sobre la distribución de la carga del ajuste.

Estas consideraciones constituyen la base del consenso sobre la necesidad de adoptar disposiciones relativas a la suspensión de pagos con anuencia internacional (también conocida como "soluciones ordenadas de la deuda") en el área de las finanzas internacionales. Cabe señalar, sin embargo, que dicho consenso se limita a órganos gubernamentales e intergubernamentales, ya que el sector financiero de los países industrializados se opone enérgicamente a esta idea y ha propuesto que se recurra en mayor medida a soluciones de mercado de carácter voluntario.³³ Sin embargo, como se señala en el párrafo anterior, estos mecanismos han demostrado en el pasado ser incapaces de resolver las crisis en forma rápida y ordenada. Las disposiciones sobre suspensión ordenada o concertada del servicio de la deuda actuarían del mismo modo que los procedimientos sobre quiebra incluidos hoy en día en las leyes nacionales. Las suspensiones del servicio de la deuda con fines preventivos y las reprogramaciones pactadas de acuerdo a procedimientos convenidos a nivel internacional permitirían solucionar los problemas de coordinación inherentes a la fuga caótica de capitales y, por consiguiente, evitar algunos de sus peores efectos. Si además de problemas de falta de liquidez se plantean problemas relacionados con la insostenibilidad de la carga de la deuda del país en cuestión, este mecanismo también haría posible una distribución más equitativa del costo del ajuste y, sobre todo, permitiría obligar a los acreedores privados a asumir parte de la carga, también en forma equitativa.³⁴

Debido a los efectos que puede tener la aplicación de un mecanismo de este tipo sobre su reputación crediticia y sus repercusiones en el

33. Véase, por ejemplo, Institute of International Finance (1999).

34. Véase un análisis más extenso de este tema en Eichengreen y Portes (1995) y UNCTAD (1998), Primera Parte, cap. IV.

financiamiento de operaciones comerciales, es poco probable que los países deudores apliquen esas disposiciones, salvo cuando se encuentren en una situación extremadamente difícil. Sin embargo, para evitar el abuso en la utilización de este mecanismo —es decir, el riesgo moral para quienes contraen deudas—, es imprescindible que estén sujetos a ciertos controles. Según la UNCTAD, que probablemente es la institución que ha defendido con más vehemencia este mecanismo, habría dos alternativas para hacerlo funcionar,³⁵ La primera consistía en otorgar atribuciones explícitas al Fondo Monetario para sancionar las suspensiones de pagos y encabezar las renegociaciones, facilitando la concesión de préstamos a países morosos con sus propios recursos (*lending into arrears*) sólo en esas circunstancias. La segunda es autorizar a los países a proceder a la suspensión unilateral de pagos, pero exigiéndoles que soliciten posteriormente su aprobación a un panel internacional independiente, cuya sanción le daría legitimidad. Hay una tercera alternativa, complementaria de las anteriores y que no deja de ser interesante: la formulación de normas *ex ante*, conforme a las cuales se podría suspender o reducir automáticamente el servicio de la deuda cuando se produzcan ciertos choques macroeconómicos. Este tipo de normas ya han sido incluidas, de hecho, en algunos acuerdos de renegociación de deudas. Aunque la validez de estas alternativas podría cuestionarse aduciendo que pueden acentuar el riesgo-país que percibe el mercado, también puede afirmarse lo contrario, es decir que sólo se trata de un mecanismo para reconocer legalmente los riesgos de incumplimiento ya existentes y que, de hecho, podrían atenuar los riesgos en el caso de operaciones individuales, lo que en la actualidad sólo se contempla parcialmente en las disposiciones sobre incumplimiento cruzado (*cross-default*).

Hay que hacer hincapié en que la plena operación de este mecanismo impone la adopción de medidas en cuatro ámbitos. En primer término, para evitar que haya agentes que intenten eludir su aplicación, exige la adopción generalizada de “cláusulas de acción colectiva” en las operaciones internacionales de concesión de préstamos. Estas cláusulas tendrían que aplicarse a todos los países, industrializados o en vías de desarrollo, para evitar la segmentación del mercado, lo que perjudicaría a los países que deseen aplicarlas. En segundo lugar, habría que alentar

35. UNCTAD (1998), Primera Parte, cap. IV. Estas recomendaciones también se incluyen en el informe del Grupo de Trabajo ... (1999a).

la concesión de créditos a países en crisis, dando preferencia en los pagos a los préstamos otorgados durante la suspensión y en una etapa posterior de "normalización" de las corriente de capital. En tercer lugar, en las renegociaciones de la deuda realizadas en este contexto deberían establecer plazos cortos y estrictos para llegar a acuerdos, cuyo vencimiento daría lugar a que el Fondo Monetario o el panel internacional determinaran los términos de la reprogramación, lo que equivaldría a un arbitraje forzoso. Para evitar las reiteradas renegociaciones, que han sido uno de los aspectos más complejos de las reprogramaciones de deudas en las dos últimas décadas, el objetivo de toda operación de este tipo debe ser el logro de una solución definitiva, es decir, que suponga una carga sostenible de la deuda. Por lo tanto, la deuda externa, tanto pública como privada, debe dividirse en tres porciones: a) una primera porción, que estaría sujeta a un servicio normal e incluiría los créditos otorgados durante los períodos de suspensión de pagos y de normalización crediticia; b) una porción contingente, cuyo pago sería total o parcial, dependiendo de ciertas condiciones macroeconómicas externas o internas acordadas previamente (la evolución de los términos del intercambio y la normalización efectiva del acceso al mercado internacional de capitales en el primer caso, y de la actividad económica o el desempleo en el segundo), y c) una tercera porción, que se condonaría. Por último, el empleo de este mecanismo exigiría controles explícitos de las corrientes de capital, que deberían seguirse aplicando por cierto tiempo después de concluidas las renegociaciones en forma satisfactoria, para evitar el posterior aprovechamiento indebido de sus efectos (por ejemplo, acuerdos privados de cancelación de una deuda ya condonada).

CAPÍTULO 4

ESFERAS DE DISCREPANCIA

1. EL FINANCIAMIENTO DE LOS CRÉDITOS DE CONTINGENCIA

El acuerdo sobre la necesidad de otorgar créditos de contingencia no ha coincidido con un acuerdo claro sobre cómo poner a disposición del Fondo Monetario Internacional un volumen adecuado de recursos para que dicho mecanismo sea realmente eficaz. En el comunicado del Comité Provisional emitido en abril de 1998 se reseñan los principios que rigen la intervención del Fondo Monetario: "No se puede esperar que el Fondo esté en condiciones de financiar el déficit de la balanza de pagos independientemente de su monto. Su función es esencial como catalizador de otras fuentes de financiamiento y, en caso necesario, de coordinación del apoyo de otras fuentes". Esta afirmación es ciertamente aplicable en tiempos "normales" pero, como hemos visto, en condiciones de crisis sus funciones "catalizadoras" y de "coordinación" son en gran medida ineficaces si el mercado estima que las autoridades interventoras (incluidas las fuentes bilaterales) son incapaces de suministrar fondos en las cantidades requeridas o no están dispuestas a hacerlo. Por lo tanto, la ausencia de recursos suficientes puede transformar dos principios correctos —la concesión de créditos de contingencia y la función catalizadora del Fondo— prácticamente en letra muerta.

Por ende, las "ventanillas" para contingencias deben disponer de fondos adecuados. En otras palabras, aun si el mundo no cuenta en el futuro con un auténtico "prestamista de última instancia", es indudable que necesita un "financiador de contingencias" bien provisto de fondos. Para los países en desarrollo, ésta es una condición *sine qua non* de todo intento de reforma. Dado que el financiamiento bilateral y las

contribuciones al Fondo seguirán siendo escasas, no cabe duda que la mejor solución es autorizar emisiones adicionales de derechos especiales de giro (DEG) en condiciones financieras críticas, a fin de crear la liquidez adicional necesaria. Los DEG emitidos durante una crisis podrían eliminarse una vez que las condiciones financieras se normalizaran, es decir, a medida que se cancelaran los créditos de contingencia. Este procedimiento podría introducir, de paso, un elemento anticíclico en la gestión de la liquidez mundial y otorgaría a los DEG un papel cada vez más amplio en las finanzas mundiales, un principio que los países en desarrollo han preconizado y al cual no deben renunciar.³⁶ Una alternativa subóptima sería autorizar al Fondo Monetario a captar en el mercado los recursos necesarios a fin de garantizar una disponibilidad adecuada de fondos para financiamiento de contingencias.

2. CONDICIONALIDAD DEL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL

La condicionalidad que impone el Fondo Monetario Internacional para el otorgamiento de créditos ha sido durante largo tiempo objeto de amplio debate. En los últimos años —e incluso décadas— el tema se ha tornado cada vez más problemático, lo que obedece a tres razones. En primer lugar, el alcance de la condicionalidad se ha ido expandiendo en forma gradual y actualmente no sólo se extiende a ámbitos que son competencia de otras organizaciones internacionales —por ejemplo, de la Organización Mundial del Comercio y de los bancos de desarrollo—, sino también a las estrategias e instituciones nacionales de desarrollo económico y social que, como lo ha indicado el Grupo de Trabajo de las Naciones Unidas “por su misma naturaleza, deben ser determinadas por las autoridades nacionales legítimas, sobre la base de un amplio consenso social”.³⁷ De hecho, aunque no se ha referido en forma explícita a la condicionalidad del Fondo Monetario, el presidente del Banco Mundial ha defendido recientemente esta posición en términos enérgicos: “Debemos recordar siempre que corresponde a los gobiernos y sus pueblos

36. Grupo de Trabajo ... (1999a), sección 5. Véanse Buira y Marino (1996) y Ezekiel (1998), en los que se presenta un análisis más amplio del papel de los derechos especiales de giro en las condiciones actuales de la economía mundial.

37. Grupo de Trabajo ... (1999a), sección 5. De hecho, el argumento de más peso al respecto ha procedido de un crítico conservador del Fondo Monetario, Feldstein (1998).

decidir cuáles deben ser sus prioridades. Debemos recordar siempre que no podemos ni debemos imponer el desarrollo por decreto desde arriba o desde el exterior".³⁸

En segundo lugar, si bien la legitimidad del principio de condicionalidad es indudable cuando las políticas nacionales son la fuente de los desequilibrios macroeconómicos que provocan problemas financieros, no queda claro cómo se debe aplicar cuando tales problemas son producto de un contagio. Es más, resulta aún menos claro por qué la condicionalidad debería combinarse en este caso con condiciones crediticias adversas (reducción de las tasas de interés más elevadas e imposición de plazos más cortos), de acuerdo con lo propuesto por el Grupo de los Siete y acordado en abril de 1999 para los créditos de contingencia.

Por último, en algunos programas del Fondo Monetario ha habido numerosos casos de sobreajuste macroeconómico, lo que se refleja en contracciones de la actividad económica superiores a lo previsto. Esto ha dado origen a crecientes críticas sobre los análisis macroeconómicos en que se basan dichos programas. Debido a este hecho, el mismo Fondo ha aceptado en años recientes facilitar una gestión fiscal anticíclica en las economías asiáticas en crisis.³⁹

Incluso si se reconoce la legitimidad del principio de condicionalidad —o, como a veces se define, "el apoyo a cambio de reformas"—, las razones señaladas deberían llevar a un examen a fondo de sus características. De hecho, la percepción de que la condicionalidad ha sido excesiva en la práctica puede socavar su legitimidad y debilitar el consenso internacional, que es la base del funcionamiento del propio Fondo Monetario Internacional. Esto indica que es necesario un renovado acuerdo internacional sobre los principios que la rigen, para restablecer la plena confianza en su utilización.

En esta materia se pueden proponer varios requisitos. En primer término, la condicionalidad debería restringirse a las políticas macroeconómicas a las que se limitaba en el pasado, y debería utilizarse únicamente en dos casos: a) cuando el surgimiento de desequilibrios macroeconómicos está claramente vinculado a políticas expansionistas de carácter nacional, o b) cuando el origen es un choque externo, pero el país necesita recursos del Fondo que superan los disponibles en ventanillas

38. Wolfensohn (1998).

39. Fischer (1998).

automáticas de baja condicionalidad. Fuera de la condicionalidad de carácter macroeconómico, también podrían exigirse reformas de las normas y prácticas nacionales de regulación y supervisión prudencial, lo que en este caso se traduciría en la exigencia de suscribir acuerdos paralelos con las autoridades internacionales pertinentes (aspecto que sigue siendo polémico, tal como se señaló en el capítulo anterior), no con el Fondo Monetario.

En segundo lugar, las ventanillas de baja condicionalidad del FMI deberían proveer fondos en cantidades adecuadas cuando la fuente del desequilibrio es un choque internacional. Este principio ha sido reconocido en el servicio de financiamiento compensatorio y para contingencias cuando el origen del problema es una disminución temporal de las exportaciones, pero tendría que extenderse también a los casos de contagio financiero, en los que deberían utilizarse criterios *ex ante* en la determinación de las condiciones para acceder a las ventanillas disponibles. El cumplimiento de estos requisitos podría ser objeto de exámenes periódicos en las consultas regulares que realiza el Fondo a los países, de acuerdo a lo dispuesto en el artículo IV del Convenio Constitutivo. Este procedimiento sólo ha quedado incorporado parcialmente en la reglamentación de los nuevos créditos de contingencia del FMI. Cabe señalar que estos principios son los que se aplican al acceso a recursos de los bancos centrales por parte de las instituciones financieras nacionales.

En tercer término, no deben imponerse requisitos crediticios más restrictivos que los exigidos normalmente por el Fondo como complemento de la condicionalidad. Se podría argumentar que dichos requisitos podrían ser un sustituto de la condicionalidad (como ocurre en el caso de los fondos de baja condicionalidad), pero esto también es cuestionable ya que socava el carácter de "cooperativa de ahorro y crédito" que tiene el Fondo Monetario sin acercarse realmente a las "condiciones de mercado", que en tales circunstancias serían muy rigurosas.⁴⁰

En cuarto lugar, en los acuerdos que se suscriban con el Fondo deberían incluirse cláusulas automáticas que permitan aliviar el carácter restrictivo de las políticas si hubiese indicios claros de sobreajuste macroeconómico. En la práctica, como hemos observado, dicho alivio ha sido otorgado *ex post* a algunos países asiáticos, pero el proceso de negociación

40. Agradezco al Director Gerente del Fondo Monetario Internacional, Michel Camdessus, por haberme aclarado este punto.

fue demasiado engorroso y las medidas de alivio se aprobaron con un notorio retraso, cuando los efectos contraccionistas de las políticas habían superado notablemente las metas previstas en el programa.

Por último, debería recurrirse a evaluaciones oficiales periódicas de los programas del Fondo, ya sea a cargo de una división autónoma de la institución (siguiendo el ejemplo del Banco Mundial) o de analistas externos. Las principales conclusiones de estas evaluaciones deberían incluirse explícitamente en la práctica habitual del Fondo, una vez que fueran examinadas por su Directorio Ejecutivo.

3. MANTENIMIENTO DE LA AUTONOMÍA DE LOS PAÍSES EN DESARROLLO PARA MANEJAR LA CUENTA DE CAPITALES

Los numerosos casos de liberalización de la cuenta de capital que culminaron en muchos países en graves crisis financieras externas e internas⁴¹ han permitido llegar a varios consensos en esta área. Hoy se reconoce ampliamente que tales liberalizaciones deben ser graduales, deben facilitar ante todo el acceso a fondos de largo plazo y, por el contrario, ser cautelosas con los recursos de corto plazo y volátiles (tales como los créditos de corto plazo y los flujos de cartera), y deben estar precedidas por el desarrollo de una drástica regulación y supervisión prudencial y acompañadas por políticas macroeconómicas consistentes. Es más, se reconoce también que todo acuerdo internacional aplicable en esta esfera debería incluir mecanismos de salvaguardia que permitan la imposición temporal de restricciones a los flujos de capital en condiciones críticas. Hasta aquí llegan los límites del consenso actual. Algunos analistas se han mostrado inclinados a definir como objetivo final la liberalización ordenada pero completa de la cuenta de capitales, por considerar que los mercados de capitales más abiertos facilitan notablemente el crecimiento. Si estas afirmaciones fuesen correctas, la aplicación de regulaciones a los flujos de capital debería ser un mecanismo esencialmente temporal o de transición. Éstos son los argumentos que sirven de base a la propuesta de incluir la convertibilidad de la cuenta de capitales en el Convenio Constitutivo del Fondo Monetario Internacional. Sin embargo, también

41. Véase Williamson y Mahar (1998), en el que se presenta una revisión reciente de la literatura sobre el tema.

se pueden esgrimir argumentos convincentes sobre las ventajas de mantener la autonomía de los países en desarrollo para manejar la cuenta de capitales.⁴²

Ante todo, algunos de los supuestos fundamentales en que se basa la liberalización total de la cuenta de capitales son erróneos. La movilidad del capital no permite atenuar eficientemente las fluctuaciones del consumo o la inversión a lo largo del ciclo económico en los países en desarrollo. Por el contrario, como se indica en el capítulo 1, en estos países la volatilidad de las corrientes de capital es, sin lugar a dudas, una fuente adicional de inestabilidad. Tampoco hay ninguna evidencia de que exista un vínculo entre la liberalización de la cuenta de capitales (o la magnitud de los flujos de capital, excluida la inversión extranjera directa) y el crecimiento económico, pero sí hay pruebas de lo contrario.⁴³ El gráfico 6 corrobora esta apreciación en lo que respecta a los países de América Latina durante la década actual: de hecho, hay una ligera relación negativa entre liberalización de la cuenta de capitales y crecimiento económico, aunque ésta no es significativa desde el punto de vista estadístico.⁴⁴ Una manera sencilla de plantear el problema es señalar que, si bien es cierto que los mercados de capital más abiertos tienen efectos favorables en términos de crecimiento, gracias a la asignación más eficiente de los recursos de ahorro e inversión, la volatilidad adicional asociada a su funcionamiento tiene el efecto contrario.

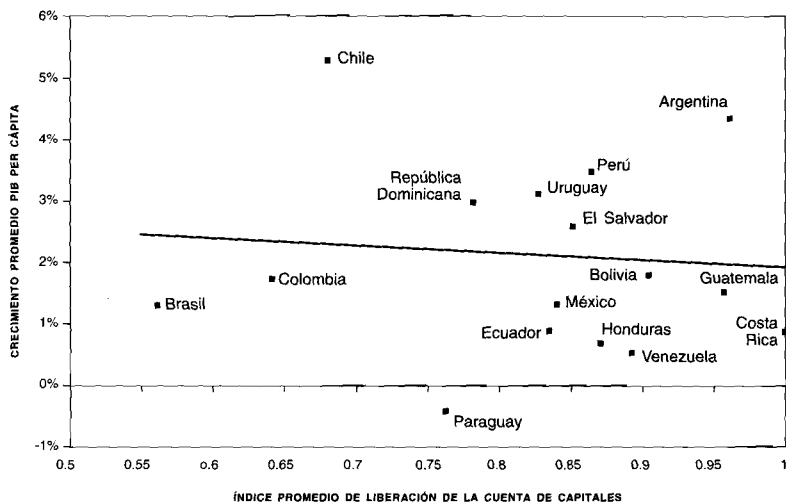
En segundo lugar, es obvio que la regulación de la cuenta de capitales tiene costos, pero que también ofrece beneficios importantes. En particular, si no se abusa de ella, utilizándola como sustituto de una gestión macroeconómica apropiada, los nuevos espacios de libertad que otorga a la política económica son importantes. De hecho, podrían ser el complemento necesario de otras políticas deseables. Como se analiza en detalle en el capítulo 5, durante los períodos de auge financiero, cierta forma de impuesto o regulación de las entradas proporciona mecanismos adicionales para "ir contra la corriente" y evitar un endeudamiento

42. Véanse Grupo de Trabajo ... (1999a), sección 7; UNCTAD (1998), Primera Parte, cap. IV; CEPAL (1998a), Parte Tercera; Banco Mundial (1998b), cap. 3; Eichengreen (1998b, 1999); Griffith-Jones (1998); Grilli y Milesi-Ferretti (1995); Helleiner (1997); Helleiner (1998), y Rodrik (1998b), en los que se presentan análisis más detallados de estos temas.

43. Véanse, en particular, Banco Mundial (1998a), pp. 144-146, Eatwell (1996) y Rodrik (1998b).

44. La liberalización se mide en este gráfico entre 0 y 1, de acuerdo con índices estimados para 1990-1995 por la CEPAL (Morley, Machado y Pettinato, 1999). Es importante resaltar que la ausencia de una relación estadística significativa se confirma cuando se incluyen las variables tradicionales que se utilizan en los ejercicios sobre determinantes del crecimiento económico.

GRÁFICO 6. *Correlación entre el crecimiento económico y la liberalización de la cuenta de capitales, 1990-1998*



FUENTE: Crecimiento del PIB según CEPAL; Índice de liberación de la cuenta de capitales según Samuel A. Morley, Roberto Machado y Stefano Pettinato, "Indexes of structural reform in Latin America", serie Reformas económicas, N° 12 (LC/L. 1166), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), enero de 1999.

excesivo, sobre todo de corto plazo, actuando así como un mecanismo eficaz para prevenir las crisis financieras. En los países que emplean alguna forma de flexibilidad del tipo de cambio, sirven también para impedir una apreciación excesiva de la moneda nacional en un contexto de mejoría coyuntural de los términos del intercambio o de ingresos extraordinarios provenientes de la cuenta de capitales, lo que evita que la cuenta corriente se vuelva insostenible una vez desaparezcan estas condiciones favorables. De esta manera, de acuerdo con la terminología empleada en el capítulo 2, pueden ser una de las formas menos costosas de "autoseguro" que un país puede escoger. Esto es, sin duda, preferible a permitir que la economía se expanda sin restricciones, acumulando riesgos excesivos, y probablemente superior a la acumulación esterilizada de reservas internacionales (véase el capítulo 5). En las épocas de crisis, los controles de las salidas de capitales brindan un mayor "margen de maniobra", siempre que no se utilicen como sustituto de un ajuste macroeconómico. Como hemos indicado, en estos periodos también son un complemento necesario de las suspensiones concertadas del servicio

de la deuda, consideradas por la mayoría de los analistas como un ingrediente necesario de la nueva arquitectura financiera internacional.⁴⁵

En tercer lugar, se puede argumentar en forma consistente que la imposición de ciertas restricciones a la entrada de capitales, como las adoptadas por algunos países en desarrollo en los períodos de bonanza, no sólo es más eficaz sino de hecho preferible a mecanismos alternativos de regulación y supervisión prudencial. De hecho, el límite entre ciertas formas de control de capitales y la regulación prudencial es más bien difuso. Esto se relaciona con el hecho de que las regulaciones de la cuenta de capitales tienen efectos tanto macro como microeconómicos y, por lo tanto, pueden servir en el segundo caso como un sustituto de regulaciones prudenciales destinadas a garantizar una determinada estructura de pasivos de los intermediarios financieros o a evitar la acumulación de riesgos asociados a una expansión excesiva del crédito. Como hemos señalado en el capítulo anterior, las regulaciones prudenciales incluyen en algunos casos señales de precios, pero también múltiples restricciones cuantitativas, y aunque la supervisión prudencial es una actividad esencial, no está libre de problemas de información importantes y de otros vinculados a la intervención discrecional de las autoridades. Ciertos tipos de regulación de la cuenta de capitales pueden, entonces, ser un sustituto de las regulaciones prudenciales cuantitativas tradicionales (por ejemplo, la prohibición explícita de contraer cierto tipo de deudas externas o la exigencia de un período mínimo de mantenimiento del capital de cartera), o pueden introducir una señal de precios que sustituya a las restricciones cuantitativas (como el impuesto Tobin, o el sistema de requisitos de encaje aplicables a las corrientes de capital para desalentar el endeudamiento de corto plazo que Chile y Colombia han utilizado ampliamente en los años noventa,⁴⁶) lo que reduce la necesidad de intervenciones más discrecionales. De hecho, hay prácticas equivalentes utilizadas con eficacia por agentes privados, tales como las comisiones sobre la venta que cobran los fondos mutuos en el caso de inversiones que no se hayan mantenido durante un plazo mínimo con el fin de desestimular las tenencias de corto plazo.⁴⁷ Por otra parte, mientras la regulación y la supervisión prudencial sólo se aplican a los intermediarios financieros,

45. Este tema se examina en la sección 5 del capítulo anterior. Este aspecto particular ha sido destacado por Krugman (1998b).

46. Véase, al respecto, el capítulo 5.

47. Este aspecto ha sido mencionado por J.P. Morgan (1998), pp. 23-26.

las regulaciones de la cuenta de capitales tienen una cobertura más amplia. Dadas las notorias externalidades que pueden tener los agentes no financieros sobre la estabilidad financiera interna de los países en desarrollo, ésta es una ventaja nada despreciable.

Por último, ante la inexistencia de una red de seguridad financiera internacional adecuada, no queda claro por qué los países en desarrollo deberían ceder su autonomía en esta área. Esto es fundamental. ¿Por qué deberían ceder los países en desarrollo este espacio de libertad si no disponen de un financiamiento para contingencias adecuado ni existen reglas de condicionalidad bien definidas? En términos del análisis presentado en el capítulo 2, éste es un factor de primordial importancia para los países sin gran poder en la esfera internacional, para los cuales la renuncia a una de las posibilidades de hacer frente a una crisis es una alternativa costosa.

Por todos estos motivos, al menos en el caso de los países en desarrollo, la aplicación de un enfoque flexible es superior a la convertibilidad de la cuenta de capitales.⁴⁸ Por lo tanto, el Fondo Monetario no debería recibir un mandato que lo faculte para tomar medidas orientadas a garantizar dicha convertibilidad, sino más bien para analizar y difundir las prácticas adecuadas. La experiencia de los países latinoamericanos permite identificar tres principios básicos en esta área: a) la regulación de la cuenta de capitales durante períodos de auge, que tiene un carácter preventivo, es preferible al establecimiento de controles cuantitativos sobre la salida de capitales durante las crisis subsiguientes, que provocan serios problemas de credibilidad en las autoridades; b) las regulaciones que introducen señales de precios (tales como los requisitos de encaje impuesto por Chile y Colombia, que se analizan con mayor detenimiento en el capítulo siguiente) son preferibles a los controles cuantitativos, y c) un régimen permanente de regulación, cuyo grado de restricción varíe a lo largo del ciclo económico, es preferible a alternar un régimen totalmente abierto de la cuenta de capitales durante períodos de auge con la imposición de controles cuantitativos a la salida de capitales en las épocas de crisis; este tipo de controles esporádicos, adoptados como medida de emergencia durante las crisis, erosionan la confianza en la política económica y suelen ser ineficaces, puesto que se requiere una tradición de regulación y supervisión para que las normas que se adopten en esta área sean eficaces.

48. Véase, al respecto, Helleiner (1997) y el capítulo 5 de este ensayo.

4. MANTENIMIENTO DE LA LIBERTAD PARA ESCOGER EL RÉGIMEN CAMBIARIO

Ante los acontecimientos recientes, algunos autores han sostenido enérgicamente que los únicos regímenes estables en el mundo globalizado actual son el sistema de convertibilidad o un tipo de cambio enteramente flexible. Según este punto de vista, el Fondo Monetario debería impedir que los países adoptaran regímenes cambiarios que se suponen inestables. Este argumento dista sólo un paso de abogar por la imposición de condicionalidades relativas al régimen cambiario, paso que sería indudablemente lamentable.

La controversia sobre las virtudes relativas de los distintos tipos de regímenes cambiarios es antigua e indica que no existe un sistema óptimo. Como se sabe, en el régimen de convertibilidad se establecen mecanismos institucionales que imponen disciplinas severas en los ámbitos fiscal y monetario, lo que reduce el espacio para la especulación que deja un régimen de cambio fijo pero reajutable. Sin embargo, también pueden dar origen a especulaciones, como lo demuestra lo acontecido en Argentina en 1994-1995 y en Hong-Kong en 1997. Además, limitan las posibilidades de ajuste de los precios relativos frente a una crisis de la balanza de pagos, un hecho que puede ser costoso. En términos más generales, reducen la posibilidad de adoptar políticas macroeconómicas anticíclicas, por lo que pueden provocar fuertes fluctuaciones en la actividad económica y en los precios de los activos. Por último, reducen (o incluso eliminan) la posibilidad de recurrir al banco central como "prestamista de última instancia" de las instituciones financieras. De hecho, la necesidad de respaldar a las instituciones financieras nacionales en dificultades fue una razón esencial para abandonar el antepasado de los regímenes de convertibilidad en muchos países, el patrón oro.⁴⁹

Por otra parte, según los argumentos clásicos en favor de los tipos de cambio flexibles, éstos ofrecen un mecanismo de mercado para encarar los choques que afectan al comercio y a la cuenta de capitales (en los últimos años el énfasis relativo ha recaído en los segundos) y, asimismo, permiten que las autoridades dispongan de más libertad para manejar la

49. Eichengreen (1996), cap. 2.

política monetaria a fin de responder a los objetivos anticíclicos internos. Sin embargo, la variabilidad del tipo de cambio impone un costo incierto a las transacciones comerciales y reduce, por consiguiente, los beneficios de la especialización internacional. Durante los períodos de cuantiosos ingresos de capitales o de términos del intercambio favorables, la “enfermedad holandesa” puede llevar a la quiebra a sectores exportadores que pueden ser competitivos a largo plazo, hecho que puede ser irreversible si hay economías de escala dinámicas (procesos de aprendizaje o costos fijos inherentes a la conquista de mercados o de otro tipo). La existencia de obligaciones financieras en moneda extranjera plantea mayores problemas, ya que las fluctuaciones del tipo de cambio se traducen en importantes ganancias y pérdidas de capital, que tienden a ser procíclicas. Dado que el tipo de cambio es una variable determinante de la formación de los precios internos, las devaluaciones que se producen durante las crisis tienen efectos adversos sobre la inflación, que no se ven compensados del todo por las consecuencias favorables en épocas de bonanza, debido a asimetrías en el comportamiento de los precios nominales. Tal vez como resultado de estos vínculos entre el tipo de cambio, las estructuras financieras y los precios internos, la ventaja esencial de un tipo de cambio flotante, la de permitir que las autoridades determinen la política monetaria sobre la base exclusiva de factores internos, no siempre se hace efectiva. Tanto las políticas nacionales como los programas del Fondo Monetario demuestran que, contrariamente a esa tendencia, cuando el tipo de cambio es flexible las autoridades suelen recurrir a la política monetaria para contrarrestar las presiones de mercado, es decir, a reducir las tasas de interés cuando hay apreciación y a incrementarlas cuando hay presiones hacia la devaluación.

En la práctica, la mayoría de los países opta por regímenes intermedios: tipos de cambio fijos pero reajustables, sistemas de minidevaluación, bandas cambiarias y flotación sucia. La justificación básica de un régimen cambiario intermedio es que puede contrarrestar algunas de las características negativas de la flotación libre, como los efectos de la volatilidad del tipo de cambio sobre el comercio, la “enfermedad holandesa”, los choques que afectan a la estructura financiera y la existencia de dinámicas perversas entre tipo de cambio y precios, todo esto junto con seguir ofreciendo la ventaja de utilizar el tipo de cambio como instrumento de política económica. Sin embargo, como se indica al final del párrafo anterior, en varias etapas del ciclo económico tales regímenes

intermedios pueden inducir a las autoridades a recurrir a la tasa de interés como respaldo para controlar el tipo de cambio, lo que puede ser muy costoso desde el punto de vista social si este último es inadecuado.

Mientras no existan razones imperiosas a favor de una o varias alternativas específicas, los países deben mantener la libertad de escoger el régimen cambiario que estimen conveniente. No obstante, las autoridades nacionales y el Fondo Monetario Internacional deberían reconocer en este caso la necesidad de modificar consecuentemente otras políticas. En particular, la regulación prudencial debería tomar en cuenta los riesgos macroeconómicos específicos que enfrentan los intermediarios financieros en distintos regímenes cambiarios. Asimismo, las regulaciones complementarias de la cuenta de capitales pueden servir para moderar los choques en ambas direcciones. Como se argumenta con mayor detenimiento en el capítulo siguiente, la reglamentación de la entrada de capital puede servir en los períodos de auge para evitar la reducción procíclica de las tasas de interés, que fomentan la expansión excesiva de la demanda agregada interna. A su vez, cuando las autoridades lo juzgan conveniente, la aplicación de controles a la salida de capital en épocas de crisis puede ofrecer una alternativa a las tasas de interés internas elevadas, que tienen profundas repercusiones sobre la demanda agregada y la estabilidad de los sistemas financieros nacionales.

5. EL PAPEL DE LAS INSTITUCIONES REGIONALES EN LA NUEVA ARQUITECTURA

En el período de la posguerra, Europa occidental ofrece el mejor ejemplo de cooperación financiera regional. Los Estados Unidos, mediante el plan Marshall, sirvieron como catalizador en las fases iniciales de este proceso, que se fue profundizando en forma dinámica desde la creación de la Unión Europea de Pagos hasta la adopción de una serie de acuerdos de coordinación y cooperación macroeconómica, que en definitiva condujeron a la unión monetaria actual de la mayoría de sus miembros. La historia de muchas instituciones, incluida la del Banco de Pagos Internacionales, está asociada a estos esfuerzos de cooperación. En distintas etapas, estos esquemas demostraron la contribución esencial que los sistemas regionales pueden hacer a la estabilidad de la economía mundial. En el resto del mundo no se han ideado sistemas similares, aunque se

han formulado algunas propuestas, la más ambiciosa de las cuales es la sugerencia de Japón de crear un fondo monetario asiático.

A un nivel más limitado, hay instituciones que han desempeñado una valiosa función en el mundo en desarrollo, sobre todo en el área de financiamiento del desarrollo. En América Latina y el Caribe, por ejemplo, el Banco Interamericano de Desarrollo supera al Banco Mundial en el financiamiento de actividades de desarrollo en la región. También hay varias instituciones subregionales de este tipo, la más dinámica de las cuales es la Corporación Andina de Fomento, que a su vez ha superado al BID en la provisión de financiamiento a los países de esa subregión en los últimos años. El Fondo Andino, hoy Fondo Latinoamericano de Reservas, ha desempeñado una función limitada pero constructiva de apoyo a los países andinos durante las crisis de la balanza de pagos que han sufrido en las dos últimas décadas. El Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA) ha ofrecido un foro para el debate de numerosos temas, incluido el desarrollo de sistemas nacionales de regulación y supervisión prudencial. En el marco de los regímenes de integración existentes, ha habido cierto diálogo sobre coordinación macroeconómica, pero el progreso ha sido escaso en este ámbito. En todo caso, la necesidad de contar con mecanismos más sólidos de coordinación macroeconómica ha sido un tema que ha despertado el interés de todos durante las crisis recientes.

Hay poderosas razones para sostener que una red de instituciones regionales y subregionales desempeñaría un papel positivo desde el punto de vista de los arreglos financieros internacionales. En primer lugar, al establecer más líneas de defensa, contribuiría a la estabilidad de la economía mundial. Las consultas en materia macroeconómica o las formas de coordinación más estrecha, incluidos un sistema organizado de control entre pares o un mecanismo más elaborado de supervisión macroeconómica a nivel regional y subregional, podrían internalizar, al menos en parte, las externalidades importantes que implica la gestión macroeconómica de un país para sus vecinos. En materia de regulación y supervisión prudencial, los sistemas más elaborados de información y consulta regional y de control entre pares también podrían desempeñar un papel positivo. Los fondos de reserva regionales podrían servir también para disuadir, al menos en parte, a los presuntos especuladores de realizar ataques especulativos contra determinados países y suministrar fondos adicionales en períodos difíciles. Tanto desde el punto de vista de

la demanda como de la oferta, reducirían, por lo tanto, la necesidad de financiamiento extrarregional. Este sistema sería, además, más equilibrado en términos de las relaciones mundiales que un sistema basado en unas pocas organizaciones de alcance mundial. Esto reforzaría el compromiso de los actores menos poderosos a acatar las reglas que pueden contribuir a la estabilidad regional y mundial.

Por estas razones, aparte de fortalecer las instituciones existentes o crear nuevas entidades, el diseño de un sistema mundial que afiance la estabilidad financiera debería incluir también el desarrollo de toda una red de instituciones regionales y subregionales que contribuyan a las tareas destacadas en los análisis sobre la nueva arquitectura financiera internacional. En efecto, no cabe duda que una red de esa índole es más apropiada para el mundo de hoy que un sistema basado en unas pocas instituciones globales. Después de todo, el actual proceso de globalización también se caracteriza por el regionalismo abierto, y muchos de los procesos más dinámicos que están produciéndose en la economía mundial se vinculan a la expansión del comercio y las inversiones intrarregionales. En América Latina y el Caribe, ésta es indudablemente una característica destacada.

Una sugerencia interesante formulada por el Grupo de Trabajo de las Naciones Unidas en materia de arquitectura financiera internacional es la posibilidad de concebir el Fondo Monetario Internacional del futuro no como una institución única y global, sino más bien como el vértice de una red de fondos de reserva regionales y subregionales. Para fomentar el desarrollo de estos últimos, podrían establecerse incentivos que otorgaran a todos los fondos de este tipo acceso automático al financiamiento del Fondo y una participación en la asignación de los derechos especiales de giro, proporcional a los recursos aportados a ellos por los países.⁵⁰ Esto significa que las contribuciones a los fondos de reservas se considerarían equivalentes al pago de las cuotas correspondientes al Fondo Monetario Internacional.

50. Grupo de Trabajo ... (1999a), sección 9.

CAPÍTULO 5

POLÍTICAS NACIONALES PARA ENFRENTAR LA VOLATILIDAD FINANCIERA

1. EL PROBLEMA CENTRAL: MANEJAR MEJOR LAS BONANZAS

La crisis reciente ha dejado en evidencia que América Latina y el Caribe y el mundo en desarrollo, en general, siguen siendo muy vulnerables a los ciclos de financiamiento externo. Aunque, como se señala en el capítulo 2, ningún ordenamiento financiero internacional puede descansar exclusivamente en mecanismos de “autoseguro”, es decir en políticas nacionales orientadas a reducir los riesgos de desajuste en un contexto de volatilidad financiera, dichas políticas continuarán siendo esenciales en cualquier arreglo internacional. La ausencia de instituciones apropiadas para la globalización financiera hacen aún más imperativo contar con políticas nacionales que reduzcan la vulnerabilidad frente a los ciclos agudos de financiamiento externo.

La observación más importante sobre esta materia es, en cierto sentido, elemental e incluso obvia, pero no por ello menos relevante: es necesario cambiar el foco de atención de las autoridades del manejo de las crisis al de las bonanzas, ya que las primeras son, en la mayoría de los casos, el resultado inevitable de bonanzas mal manejadas. Este postulado, que se aplica a las instituciones internacionales, tal como se ha señalado en los capítulos anteriores, también es válido en lo que respecta a las políticas nacionales.⁵¹ De hecho, el prestar excesiva atención al manejo de las crisis ignora un hecho que debiera ser evidente: que el grado de libertad de las autoridades nacionales es mayor en las bonanzas que en las crisis.

51. Este ha sido uno de los aspectos destacados por la CEPAL durante la crisis actual. Véanse, al respecto, CEPAL (1998c) y Ocampo (1998).

En efecto, una bonanza caracterizada por la expansión excesiva del gasto público y privado conduce inevitablemente a un ajuste, cuya severidad es función del exceso de gasto precedente y del grado de desconfianza que se genere entre los agentes del mercado. Así, un aumento insostenible del gasto público, basado en ingresos tributarios transitorios y en un fácil acceso al crédito externo, da lugar a un severo ajuste posterior, especialmente del gasto de inversión, cuando desaparecen estas condiciones excepcionales. Un endeudamiento excesivo del sector privado, derivado de una subestimación de los riesgos que implica, provoca una severa contracción crediticia posterior, acompañada generalmente de un deterioro de la cartera bancaria que, si es suficientemente severa, puede generar pérdidas equivalentes a elevadas proporciones del PIB. El auge del crédito y el gasto privados se reflejan, asimismo, en incrementos marcados de los precios de algunos activos, en particular financieros e inmobiliarios, que acentúan, a través del efecto riqueza, el auge del gasto, pero estos fenómenos se revierten rápidamente con la caída posterior de los precios de estos activos. En la medida en que se utilizan como garantía de créditos, retroalimentan la bonanza del gasto y el crédito privados, pero se traducen en una vulnerabilidad del sistema financiero durante la fase descendente posterior, cuando se hace evidente que los créditos no estaban adecuadamente garantizados y los precios de los activos se desploman aún más, por el deseo simultáneo de los deudores de cumplir los compromisos adquiridos y de los acreedores de dar liquidez a los activos recibidos en pago por las deudas. Una sobrevaluación de la moneda basada en ingresos de capital transitorios o en precios extraordinarios de los productos de exportación desemboca, finalmente, en una fuerte presión sobre la tasa de cambio o las tasas de interés, una vez que dichos fenómenos desaparecen.

2. LOS DILEMAS ASOCIADOS AL MANEJO DE LAS BONANZAS EN ECONOMÍAS ABIERTAS⁵²

Las políticas macroeconómicas nacionales que se adopten para hacer frente a la vulnerabilidad deben orientarse, por lo tanto, a atenuar las presiones expansionistas del gasto durante los períodos de auge en los mercados internacionales de capitales mediante políticas fiscales, monetarias y de supervisión y regulación prudencial de los sistemas financieros que tengan dicho efecto, y a evitar las tendencias a la apreciación del tipo de cambio causadas por la abundancia de recursos externos.⁵³ El problema central que enfrentan las autoridades en economías abiertas a los flujos de capital provenientes del exterior es que el grado de libertad con el que cuentan es muy limitado: las presiones provenientes del mercado de capitales generan, durante los períodos de bonanza, una presión a la reducción de las tasas de interés, a la revaluación o una combinación de ambas; el intento de las autoridades por contrarrestar la expansión del gasto con políticas monetarias contraccionistas no hace más que agudizar, en este caso, la tendencia a la revaluación. En estas condiciones, es necesario acudir a acciones coordinadas en varios frentes, es decir, a una estrategia multidimensional, con un énfasis relativo en ciertas políticas que dependerá de las tradiciones y restricciones macroeconómicas de cada país.

Como se sabe muy bien, si se mantiene la plena movilidad de los capitales, las autoridades tienen las dos alternativas extremas de manejo cambiario descritas en el capítulo anterior. La primera es fijar el tipo de cambio para evitar las presiones hacia la revaluación, pero renunciar al manejo monetario. La expresión más radical de este régimen es el

52. La literatura sobre este tema es extensa. Entre los múltiples aportes recientes, véanse CEPAI (1998a), Parte Tercera; Banco Mundial (1998b), cap. 3; Corbo y Hernández (1996); French-Davis (1999) y Helleiner (1997).

53. No es del caso adentrarse aquí en la interrelación que existe entre la evolución de la demanda agregada y el comportamiento del tipo de cambio, tema de importancia fundamental en la literatura sobre economías abiertas de las últimas décadas. Vale la pena señalar que los dos temas no son equivalentes cuando existen bienes y servicios que no se comercializan internacionalmente y cuando los bienes transados en el comercio internacional no son sustitutos perfectos de los producidos internamente. Por este motivo, es legítimo considerar que el exceso de gasto agregado durante las bonanzas y la apreciación del tipo de cambio real, aunque interrelacionados, son dos temas diferentes.

sistema de convertibilidad, adoptado por Argentina en los últimos años, pero que ha existido en Panamá desde hace mucho tiempo y fue el régimen cambiario más común antes de la gran depresión de los años treinta, bajo la forma del patrón oro. Esto equivale, en relación con el tema que nos ocupa, a renunciar a contrarrestar las tendencias expansionistas del gasto durante los períodos de bonanza con medidas monetarias contraccionistas. La segunda es mantener el manejo monetario pero renunciar al manejo cambiario, dejando flotar el tipo de cambio. En lo que respecta al manejo de las bonanzas, esto implica que se podrían adoptar políticas monetarias contraccionistas, pero a costa de inducir, a través de las tasas de interés internas más altas, una mayor entrada de capitales y, por ende, una mayor revaluación. Si existen imperfecciones en el mercado de capitales —es decir, si el arbitraje entre el mercado externo e interno no es perfecto—, las autoridades pueden jugar de alguna manera con ellas para lograr parcialmente este objetivo.

Algunos regímenes intermedios tienen elementos de ambos extremos. Un buen ejemplo de esto son las bandas o franjas cambiarias.⁵⁴ En este caso, el tipo de cambio fluctúa en principio libremente dentro de la banda pero las autoridades se comprometen a defender el tipo de cambio si ésta alcanza el límite máximo o mínimo. Esto genera una dualidad de políticas que no es siempre fácil de manejar. Si existen presiones expansionistas sobre la demanda interna, la autoridad monetaria tiene la posibilidad de elevar las tasas de interés para contrarrestar el crecimiento del gasto. Sin embargo, al inducir un mayor ingreso de capitales, hay una tendencia a la revaluación; cuando se llega al límite inferior de la banda, la autoridad debe abandonar el objetivo de frenar el crecimiento de la demanda, ya que la adquisición del exceso de oferta de divisas necesaria para defender el tipo de cambio tiene efectos monetarios expansionistas y redundante en una disminución de las tasas de interés. Nótese que en este caso, lo peor que puede suceder es que no se confíe en el compromiso o la capacidad de las autoridades para defender el límite inferior de la banda cambiaria, porque en este caso las entradas de capital tenderán a acelerarse, incrementando la posibilidad de que las autoridades lo abandonen efectivamente. Si esto ocurre, se crea una forma perversa de flexibilidad cambiaria, lo que es, por supuesto, sólo uno de los múltiples

54. El análisis clásico de este tema en relación con los países en desarrollo se encuentra en Williamson (1996). Véase también su estudio más reciente (Williamson, 1998).

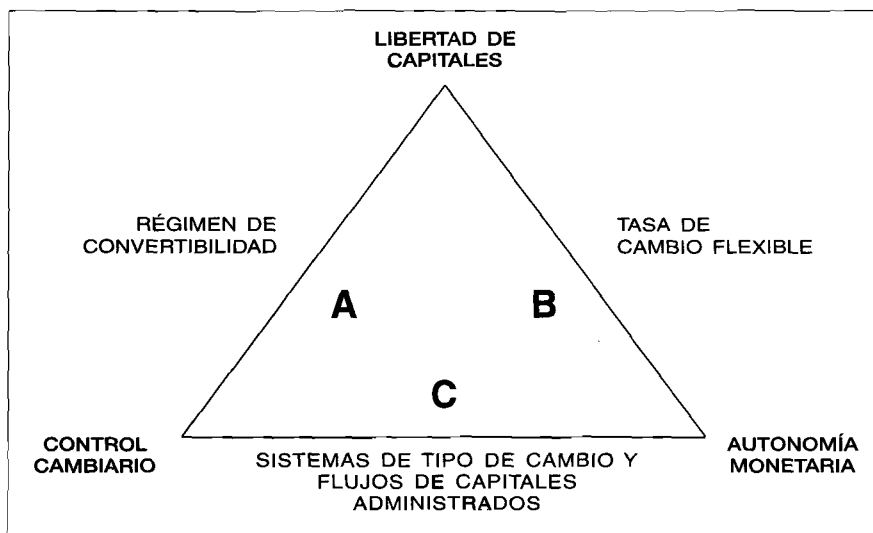
problemas de credibilidad que pueden surgir en torno al manejo cambiario, tema sobre el cual volveremos más adelante.

Las ventajas y desventajas de los dos regímenes cambiarios extremos fueron mencionadas en el capítulo anterior. Como señalamos, la “preferencia revelada” de las autoridades ha sido la búsqueda de sistemas intermedios, en los cuales se intenta conciliar los dos objetivos, es decir, en el caso que nos ocupa, contrarrestar tanto el exceso de gasto como la tendencia a la revaluación durante los períodos de bonanza. Sin embargo, para que ello sea posible, es necesario establecer limitaciones a la libre movilidad del capital, que es la fuente fundamental del dilema inicial. La capacidad de superar este dilema dependerá, por lo tanto, de la capacidad de las restricciones a los flujos de capital de aislar al mercado financiero interno del internacional, dentro de un margen relevante para la política monetaria. Esta tercera alternativa fue precisamente la opción por la cual optó, en sus orígenes, el sistema de Bretton Woods.⁵⁵

Los dilemas y las opciones se resumen en forma simple en el gráfico 7, en el que se presenta una variante del “triángulo eterno” o “trilema de economías abiertas”.⁵⁶ Las tres puntas del triángulo están conformadas por el libre flujo de capitales, la autonomía monetaria y el manejo cambiario. Cuando se opta por el lado A del triángulo, es decir por un régimen de convertibilidad, se pierde la autonomía monetaria. Cuando se escoge el lado B, es decir, un sistema de tasa de cambio flexible, se renuncia al control cambiario. El lado C, en el cual se trata de mantener tanto la autonomía monetaria como el control cambiario, exige renunciar a la libre movilidad de capitales. En el gráfico, esta opción se denomina “sistema de tipo de cambio y flujos de capital administrados”, o, simplemente, “régimen administrado”. En este caso, deberán existir obviamente reglas de manejo cambiario, que pueden ser a su vez de tipo de cambio fijo reajutable, flotante, o bandas; la característica distintiva es, sin embargo, la disposición de las autoridades de recurrir activamente a la regulación de los flujos de capital si la presión del mercado a corto plazo es contraria a los objetivos de estabilidad macroeconómica, de competitividad a largo plazo del tipo de cambio, o de ambos.

55. Eichengreen (1996), cap. 4.

56. Krugman (1998a).

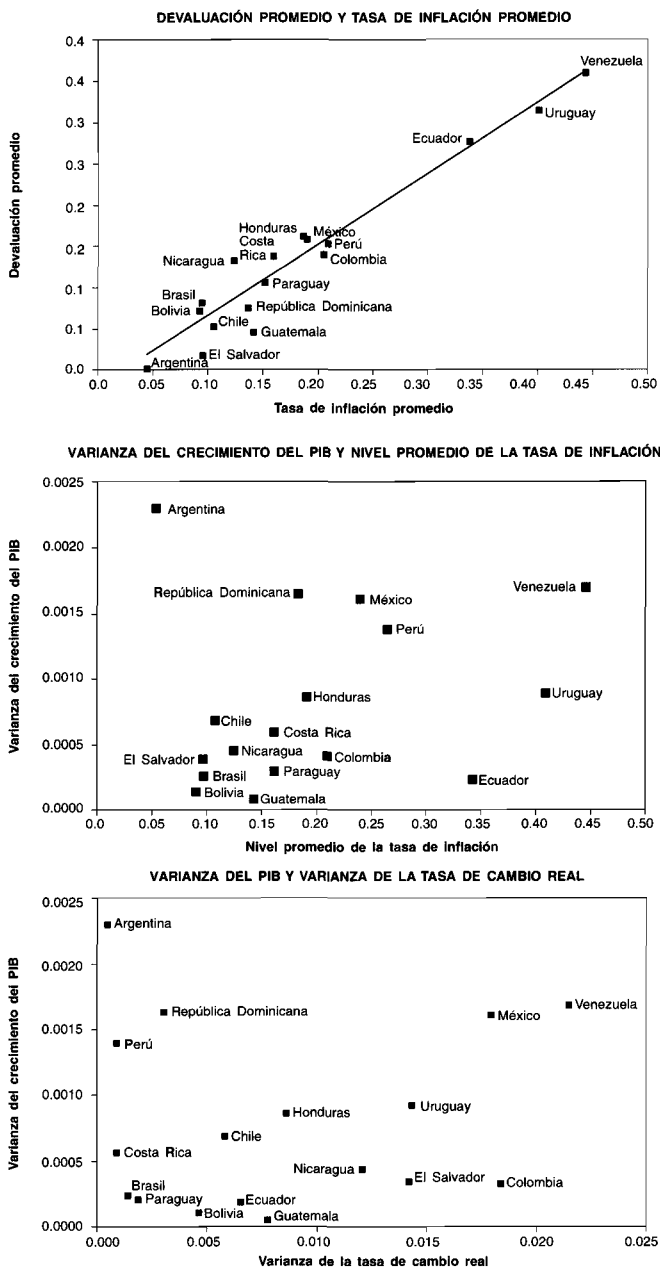
GRÁFICO 7. *Dilemas de política macroeconómica*

La tendencia de las autoridades a conciliar objetivos las lleva en la práctica a optar por formas impuras o "sucias" de los regímenes A y B que define el triángulo, o incluso por reglas implícitas que implican la decisión de pasar de un régimen a otro bajo ciertas circunstancias. El sistema de bandas cambiarias es estrictamente un régimen de flotación (lado B del triángulo) que retoma el tipo de cambio fijo (lado A) si se alcanza el límite superior o inferior de la franja. El régimen de mini-devaluaciones es una forma "sucia" de tipo de cambio fijo (lado A), en el que se procura administrar la tasa para que suavice las presiones del mercado, es decir simular en el mediano plazo un sistema de tipo de cambio más flexible (lado B). El tipo de cambio fijo, pero reajutable, puede considerarse también como un esquema "sucio", porque no hay una renuncia efectiva a la autonomía cambiaria. La "flotación sucia" es el caso opuesto a los anteriores: las autoridades se comprometen en principio a mantener la flexibilidad (lado B), pero con la disposición a intervenir, comprando o vendiendo divisas, para evitar fluctuaciones extremas. En todos estos casos, las autoridades pueden estar dispuestas, en ciertas circunstancias, a regular los flujos de capital, lo cual implica la sustitución de los regímenes sucios de los lados A o B del triángulo

por un régimen administrado (lado C). Finalmente, cuando las autoridades no están plenamente comprometidas con la regulación de los flujos de capital, o no creen que dichas regulaciones sean plenamente efectivas, fluctúan en la práctica entre regímenes de tasa fija y administrados o, más comúnmente en la actualidad, entre regímenes de tipo de cambio flexible y administrados.

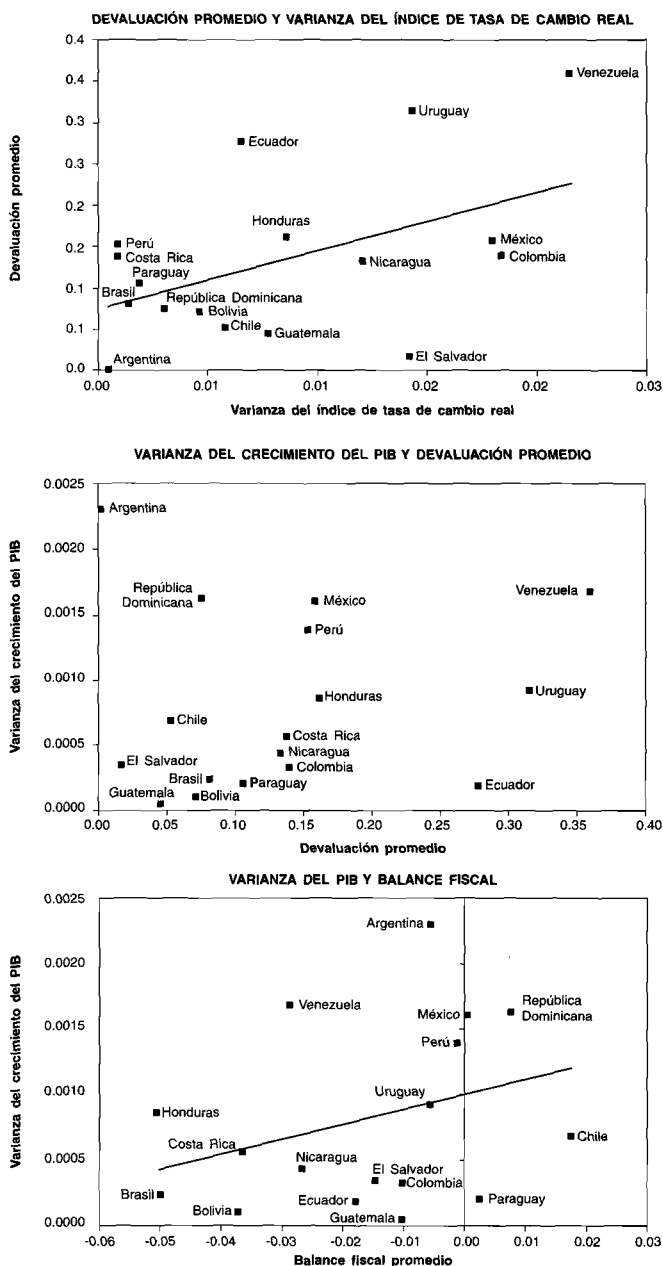
El gran problema de todas estas opciones intermedias o sucias es que el mercado tenderá a especular con la posibilidad de cambio de régimen o con la capacidad de las autoridades de mantener reglas de manejo sucio, es decir de mantener un tipo de cambio dado o una regla de minidevaluaciones, si se encuentra en el lado A del triángulo, o un esquema de intervención cambiaria en un sistema de flotación sucia. En todos estos casos, se crean condiciones que pueden hacer costosas las intervenciones públicas, si las autoridades no logran frenar las presiones especulativas, es decir, mantener la credibilidad en sus políticas. Los altos costos en que pueden incurrir han dado origen a toda una escuela de pensamiento según la cual, ante la desconfianza en sus criterios o su capacidad de intervención, los analistas prefieren que se renuncie abiertamente a la posibilidad de intervenir, optando por esquemas absolutamente limpios de convertibilidad o flexibilidad cambiaria. Esto significa, sin embargo, que se opta por dejar que la inestabilidad del mercado de capitales se refleje, ya sea en la demanda agregada interna o en el tipo de cambio, con los costos que ambas alternativas implican. El supuesto fundamental del análisis que sigue es que los costos de la inestabilidad macroeconómica interna son muy elevados y las autoridades deben y pueden concebir formas razonables y convincentes de intervenir para atenuar estas tendencias.

Vale la pena resaltar que este supuesto supone que un objetivo esencial de las autoridades es atenuar los ciclos macroeconómicos internos, que se reflejan en la volatilidad del crecimiento del PIB. Sobre esta materia, cabe señalar que el concepto de "estabilidad macroeconómica" se utiliza en formas muy diversas, y con frecuencia se refiere a instrumentos de política, tales como el déficit fiscal y la tasa de cambio nominal, o a sus resultados en materia de inflación, más que a la estabilidad del crecimiento económico. La definición que se adopte es muy importante, ya que no hay una correlación clara entre estas distintas definiciones de "estabilidad macroeconómica", un hecho que generalmente no se reconoce. En el gráfico 8 se presenta la correlación existente entre distintas definiciones

GRÁFICO 8. *América Latina: Estabilidad macroeconómica 1990-1998*

FUENTE: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.

GRÁFICO 8. América Latina: Estabilidad macroeconómica 1990-1998 (Cont.)



FUENTE: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.

de estabilidad en los países latinoamericanos en el período 1990-1998.⁵⁷ La información suministrada permite inferir tres conclusiones básicas: a) como es natural, una mayor inflación está asociada a una mayor devaluación nominal y a una mayor variabilidad del tipo de cambio real; b) sin embargo, ninguna de estas variables está asociada de manera significativa a una mayor estabilidad del crecimiento del PIB; el caso de Argentina destaca este hecho, ya que este país es al mismo tiempo el que, bajo el régimen de convertibilidad, ha tenido la menor inflación, pero también la mayor volatilidad del crecimiento real de los 17 países incluidos en la muestra,⁵⁸ y c) hay una relación opuesta a la que se suele suponer entre déficit fiscal y estabilidad del crecimiento (ha habido, en promedio, mayor inestabilidad del PIB en países con déficits fiscales más bajos).⁵⁹ El foco del análisis que sigue es, por lo tanto, la estabilidad del crecimiento económico, sin perder obviamente de vista el objetivo paralelo de estabilidad de los precios.⁶⁰

3. POLÍTICA MONETARIA Y REGULACIÓN DE LOS FLUJOS DE CAPITAL

Según lo hemos señalado en la sección anterior, la política monetaria tiene un papel anticíclico limitado en presencia de flujos de capital. Mientras el arbitraje entre el mercado externo e interno sea imperfecto, siempre existe la posibilidad de adoptar medidas monetarias contraccionistas en los períodos de bonanza, pero su efecto será restringido. En cualquier caso, medidas de este tipo pueden ser convenientes aún en sistemas muy libres. En particular, como se argumenta en la sección siguiente, durante las fases de auge conviene elevar los encajes (o los requisitos equivalente de liquidez) de los intermediarios financieros, especialmente en el caso de pasivos de corto plazo. También puede ser adecuado imponer restricciones al crecimiento del crédito otorgado por

57. Hemos excluido los años de hiperinflación en aquellos países latinoamericanos que todavía presentaban dicho fenómeno a comienzos de la década.

58. Esto no está asociado al ritmo de crecimiento de este país, ya que tampoco hay una relación estadísticamente significativa entre el crecimiento del PIB y su variabilidad, relación que no se muestra en el gráfico.

59. Más aún, no hay tampoco una correlación clara entre el déficit fiscal y la tasa de inflación. Esta relación no se incluye, sin embargo, en el gráfico.

60. Véanse BID (1995) y Haussman y Gavin (1996), en los que se analiza más extensamente la volatilidad de las variables macroeconómicas latinoamericanas.

los intermediarios, tanto por razones macro como microeconómicas, es decir, para evitar la acumulación excesiva de riesgos por parte de éstos. Esta norma será relativamente ineficaz, sin embargo, si no se adoptan restricciones paralelas al endeudamiento externo; tiende a proteger, además, a los intermediarios más ineficientes.

También hay un margen limitado para intervenciones en el mercado de divisas que tengan como contrapartida operaciones de mercado abierto contraccionistas que esterilicen los efectos monetarios de la acumulación de reservas del banco central. Estas intervenciones tienen efectos positivos, tanto en términos de aumentar las reservas internacionales como de evitar efectos monetarios expansionistas, creando en uno y otro caso mecanismos de "autoseguro". Sin embargo, este tipo de intervenciones plantea tres tipos de problemas. En primer término, sus efectos son parciales, ya que tienden a mantener diferenciales de tasas de intereses que generan mayores flujos de capital o expectativas de revaluación que tienen el mismo efecto.⁶¹ En segundo lugar, estas operaciones son costosas: para el país en su conjunto, el rendimiento de las reservas internacionales es inferior al costo de los pasivos en moneda extranjera que constituyen su contrapartida. El banco central incurre en costos cuasifiscales superiores, equivalentes a la diferencia entre el costo de los pasivos no monetarios que debe emitir y el rendimiento, en moneda nacional, de las reservas internacionales. En tercer término, sus efectos distributivos no son despreciables, ya que el acceso al crédito externo tiende a ser más fácil para los agentes privados de mayor tamaño. Por lo tanto, los beneficios que reciben los agentes privados más grandes a través de las operaciones de arbitraje internacional tienen como contrapartida costos mayores para los deudores en moneda nacional, que en promedio son los agentes privados más pequeños, así como las ya señaladas pérdidas del banco central.

El objetivo de las medidas dirigidas a controlar la entrada de capitales es superar algunos de estos problemas. Estas medidas están orientadas directamente a la fuente del desequilibrio, el exceso de oferta de divisas. En la medida en que son eficaces abren, dentro de cierto margen, un espacio para una política monetaria contraccionista y contribuyen a mantener el tipo de cambio en niveles más competitivos, evitando por una y otra vía la acumulación de un déficit en cuenta corriente insostenible. En

61. Véase, por ejemplo, Montiel (1993).

tal caso, eliminan, además, los costos excesivos que implica la acumulación simultánea de activos y pasivos en moneda extranjera y distribuyen más equitativamente los costos de la intervención.

Como se señala en el capítulo 1, la evidencia también indica que, a través de diversos canales macroeconómicos, el financiamiento externo sustituye ahorro nacional. Es posible que este fenómeno esté asociado en mayor medida a los flujos de capital más volátiles. En todo caso, el mercado ha premiado en forma substancial, durante los períodos de crisis, a una buena estructura de endeudamiento externo. Esto obedece a que en momentos de incertidumbre el mercado responde a las necesidades de financiamiento **bruto** y no sólo neto, lo que implica que la rotación de pasivos de corto plazo eleva los riesgos para los deudores y, por ello, no es financieramente neutra. En estas circunstancias, un perfil temporal más inclinado hacia pasivos de largo plazo reduce considerablemente el riesgo en períodos de crisis. Esto indica que un elemento esencial del manejo económico en épocas de bonanza debe ser una política dirigida a mejorar la estructura temporal de los pasivos. En otras palabras, la política macroeconómica anticíclica debe estar acompañada de una "política de pasivos", orientada a mantener un perfil temporal adecuado del endeudamiento, público y privado, externo y, por analogía, interno. Como se argumenta más adelante, el control directo por parte de los Ministerios de Hacienda es el instrumento apropiado para garantizar este resultado en el caso del endeudamiento público. En el caso del sector privado, se puede acudir a algún tipo de control directo, pero también a instrumentos indirectos.

Sin duda, la mayor innovación en esta materia durante la década actual ha sido la aplicación de encajes a pasivos en moneda extranjera en Chile y Colombia.⁶² La ventaja de este sistema es que crea un incentivo de precio, no discrecional, que tiende a castigar en particular a los pasivos de corto plazo en moneda extranjera. En la modalidad chilena, establecida en 1991, se exige a los créditos contratados por todo concepto un depósito en moneda extranjera en el banco central a una tasa única (que alcanzó un máximo del 30%) por un período determinado (de 3 meses inicialmente, extendido posteriormente a 12). En el sistema colombiano creado en 1993, la obligación de mantener dicho depósito se aplicaba a

62. Véanse, sobre el particular, Agosin (1997); Agosin y Ffrench-Davis (1999); Le Fort y Budnevich (1997); Cárdenas y Barrera (1997); Ocampo y Tovar (1997), y Valdés-Prieto y Soto (1998).

créditos inferiores a un cierto plazo de vencimiento (inicialmente de 18 meses, pero que luego se fue alargando a un plazo de 3 a 5 años, dependiendo del momento); el monto del depósito era inversamente proporcional al plazo del crédito. Debido a su mayor complejidad y a la necesidad de mantener un registro de los créditos con el fin de controlar los plazos, el sistema fue sustituido en 1997 por otro más simple, similar al chileno; la diferencia esencial es que el depósito (originalmente del 30% durante 18 meses) se realiza en moneda nacional y no está protegido, por lo tanto, contra la devaluación. En ambos casos, los depósitos se pueden sustituir por un pago al banco central equivalente al costo de oportunidad, por lo que son estrictamente equivalentes a un costo fijo de endeudamiento externo, es decir, a un impuesto Tobin. Sin embargo, el monto del gravamen es elevado, muy superior al sugerido para un impuesto Tobin de carácter internacional:⁶³ en torno a 3% en el caso chileno para créditos a un año de plazo en las épocas de bonanza de capitales y 10%, 20% o más en algunos periodos en Colombia.⁶⁴ El monto del impuesto tiende, además, a fluctuar endógenamente en función de ciertas variables macroeconómicas (la tasa de interés externa en el caso chileno y, además, la tasa de interés interna y las expectativas de devaluación, en el colombiano). Ha sido manejado en forma anticíclica, elevándolo durante los años de bonanza y, por el contrario, reduciéndolo (incluso a una tasa del 0% en Chile) durante el período más reciente de sequía financiera.

Mediante este sistema se procura desincentivar en general la demanda de crédito externo, pero al mismo tiempo mejorar el perfil del endeudamiento, dado que se castiga con mayor severidad a los pasivos de corto plazo, por lo que tiene también, los efectos deseados de una "política de pasivos". Es interesante destacar que en ninguno de los dos países se ha visto como sustituto, sino como complemento de otras políticas de carácter macroeconómico. Además, ha ido acompañado de otras restricciones a los flujos de capitales. En Chile, se exige que todas las inversiones, incluidas las directas y de cartera, se mantengan en el país por un plazo mínimo de un año, y existen requisitos de montos mínimos y calificación de riesgos para emisiones de bonos y ADRs en el exterior. En Colombia, no se imponen restricciones a la inversión directa,

63. Véase, sobre esta materia, Tobin (1978 y 1996) y Eichengreen y Wyplosz (1996).

64. Existen también impuestos explícitos al endeudamiento en moneda extranjera en otros países, especialmente en Brasil. En Colombia, también se trató de implantar este sistema a comienzos de 1997, pero fue considerado inexecutable por la Corte Constitucional.

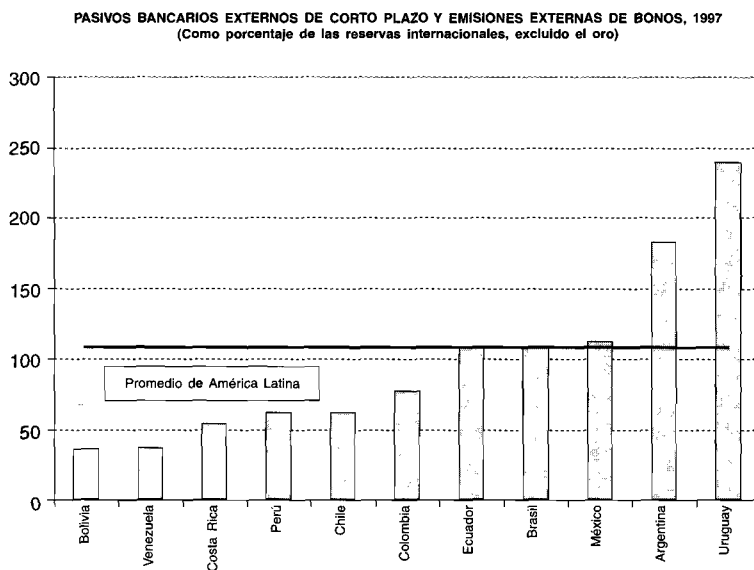
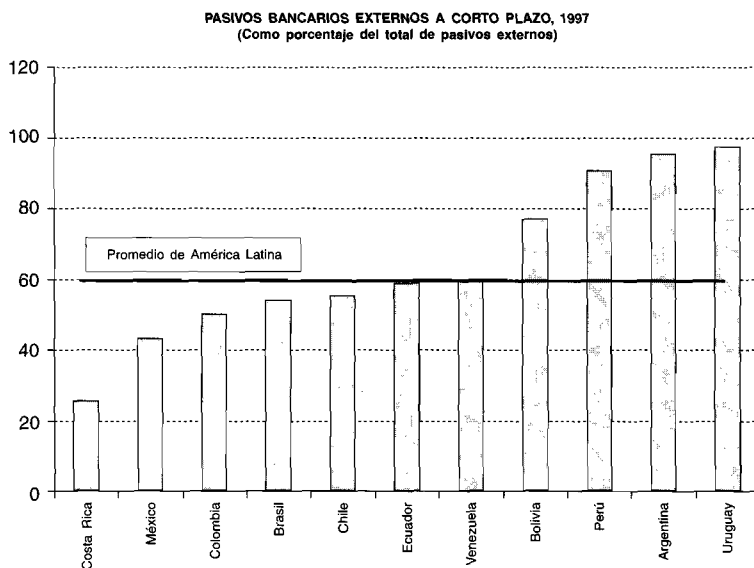
pero las operaciones de inversionistas de cartera en el país, así como las emisiones de bonos y de ADRs de empresas colombianas en el exterior, están sujetas a control directo por parte de la Superintendencia de Valores. Cabe agregar que en Colombia los créditos comerciales están exentos de encaje, pero existen otro tipo de regulaciones que afectan al endeudamiento por esta vía: plazos mínimos de giro al exterior para las importaciones de bienes de consumo e intermedios, y límites cuantitativos al monto de los créditos de exportación exentos de encaje o reducción de este último en dichas operaciones. En ambos países existen, además, algunos controles cambiarios que se aplican a la salida de capitales, en particular restricciones al uso de divisas para inversiones no ingresadas a través del mercado cambiario formal.

Actualmente hay una amplia polémica sobre la eficacia de los encajes. Hay cierta concordancia en torno a que mejoran el perfil de endeudamiento. Aunque son muchas las variables adicionales que determinan el comportamiento de los indicadores que se presentan en el gráfico 9, ellos tienden a confirmar este hecho: ambos países tienen, en efecto, un perfil de endeudamiento externo consistentemente superior al promedio regional, de acuerdo con diferentes indicadores disponibles. En cambio, hay ciertas dudas sobre su capacidad para reducir los flujos. Al respecto, muchos autores han argumentado que este efecto es meramente temporal. En ambos países se han producido las conocidas presiones a la expansión crediticia interna y a la revaluación en los períodos de auge de los flujos de capitales y los procesos contrarios durante la crisis reciente. En la medida en que existe, sin embargo, evidencia sólida de sensibilidad de los flujos de capital a los diferenciales de intereses en ambos países, los encajes influyen en el monto de los flujos, indicando que el acceso al financiamiento externo por parte de las empresas nacionales no es independiente de los plazos (es decir, no hay sustitución perfecta entre financiación de corto y largo plazo) y los canales de evasión o elusión son costosos.⁶⁵ En Colombia, donde las normas han sido objeto de mayores cambios a lo largo del tiempo, hay evidencia clara de que el aumento del encaje se ha traducido efectivamente en una reducción de los flujos.⁶⁶

65. Algunos de estos canales, en especial el uso de operaciones de cobertura u otros derivados, permiten a los inversionistas cubrir algunos efectos de las regulaciones, pero en gran medida mediante el traspaso de los riesgos (específicamente los asociados al financiamiento a largo plazo) a otros agentes. En otras palabras, se trata de operaciones entre residentes en el exterior que no afectan (al menos en la misma magnitud) las transacciones internacionales del país.

66. Ocampo y Tovar (1997).

GRÁFICO 9. *Evolución de los precios de los bonos de las economías emergentes en el mercado internacional*



FUENTE: Elaborado sobre la base de información proporcionada por el Fondo Monetario Internacional (FMI), Banco Mundial y la Organización de Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE).

Otro tipo de dificultades nada despreciables, han estado asociadas a los cambios en los parámetros de política relevantes. Los problemas han sido, en esta materia, diferentes en los dos países. En Chile, el problema fundamental ha sido la mayor variabilidad de las reglas cambiarias, ya que la banda que fija el margen de flotación del tipo de cambio ha estado sujeta a numerosos cambios. Durante el período de bonanza, esto dio origen a una "apuesta segura" de quienes ingresaron capitales cuando el tipo de cambio se aproximaba al límite inferior de la banda, ya que existía cierta seguridad de ésta sería modificada a la baja. En Colombia, los problemas principales han sido los relativos a las modificaciones más frecuentes de las reglas sobre encajes. Los cambios previstos por el mercado han dado lugar a procesos especulativos de anticipación de los flujos, que han reducido la eficacia de las medidas durante algún tiempo después de su modificación. Conviene agregar, además, que en el caso de Colombia, los ciclos de expansión y contracción de la política monetaria han sido mucho más marcados que en el caso chileno y la situación fiscal ha tendido a deteriorarse a lo largo del tiempo.

4. REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO

Una de las lecciones penosamente aprendidas durante la dos últimas décadas en América Latina y el Caribe, así como en el resto del mundo, es el elevado costo de las crisis financieras. El cuadro 3 resume las estimaciones de un reciente estudio del Fondo Monetario Internacional sobre los costos de crisis cambiarias y financieras en 22 naciones industrializados y 31 economías emergentes en 1975-1997.⁶⁷ Como se aprecia, las segundas tienden a ser mucho más costosas que las primeras, tanto en términos de duración como de pérdida acumulada del PIB durante la crisis. El peor escenario, que de hecho ha sido frecuente en América Latina, son las crisis duales (o "mellizas"), es decir, la coincidencia de una crisis cambiaria con una de carácter financiero. Por otra parte, aunque las crisis de todo tipo son mucho más frecuentes en los mercados emergentes y más costosas en términos de pérdidas del PIB (con algunas excepciones), tienden a ser más prolongadas en los países industrializados.

67. FMI (1998b), cap. IV. Véase, también, para el caso latinoamericano, Rojas-Suárez y Weisbrod (1996).

CUADRO 3. Costos de las crisis cambiarias y financieras, 1975-1997

	Número de crisis	Tiempo promedio de recuperación a/ (años)	Pérdida acumulada del PIB debido a la crisis b/ (%)	Crisis con pérdida del PIB c/ (%)	Pérdida acumulada del PIB debido a la crisis en casos de pérdida de producto d/ (%)
CRISIS CAMBIARIAS	158	1.6	4.3	61	7.1
Países industrializados	42	1.9	3.1	55	5.6
Mercados emergentes	116	1.5	4.8	64	7.6
DESPLOMES DE LAS MONEDAS e/	55	2.0	7.1	71	10.1
Países industrializados	13	2.1	5.0	62	8.0
Mercados emergentes	42	1.9	7.9	74	10.7
CRISIS FINANCIERAS	54	3.1	11.6	82	14.2
Países industrializados	12	4.1	10.2	67	15.2
Mercados emergentes	42	2.8	12.1	86	14.0
CRISIS DUALES (Cambiarias y financieras) f/	32	3.2	14.4	78	18.5
Países industrializados	6	5.8	17.6	100	17.6
Mercados emergentes	26	2.6	13.6	73	18.8

a/ Tiempo promedio que transcurre hasta que el crecimiento del PIB retorna su tendencia. Dado que para todos los países se dispone de datos mensuales sobre el crecimiento del PIB, se consideró que el tiempo mínimo de recuperación fue de un año.

b/ Calculada sumando las diferencias entre el crecimiento tendencial y el crecimiento efectivo del producto después de comenzada la crisis hasta el momento en que el crecimiento anual del producto recupera su tendencia, y determinando el promedio de todas las crisis.

c/ Porcentaje de crisis en las que el producto fue menor que la tendencia después de iniciada.

d/ Calculada sumando las diferencias entre el crecimiento tendencial y el crecimiento efectivo del PIB después de iniciada la crisis hasta el momento en que el crecimiento anual del producto recupera su tendencia, y determinando el promedio de todas las crisis en las que se produjo una pérdida del producto.

e/ Los "desplomes" de la moneda corresponden a crisis en las que el componente monetario del índice de la presión sobre el mercado cambiario representa el 75% o más del índice, cuando éste indique una crisis.

f/ Identificadas cuando se produjo una crisis bancaria dentro de un plazo de un año contado a partir de una crisis cambiaria.

FUENTE: Fondo Monetario Internacional (FMI), Estudios económicos y financieros Perspectivas de la economía mundial, mayo de 1998, Washington, D.C., cuadro 15, p. 79.

Las razones del mayor costo de las crisis financieras están asociadas a la indefinición temporal de los derechos de propiedad y a la reducción radical del horizonte temporal de las empresas que enfrentan dificultades. Las pérdidas no son únicamente de corto plazo, ya que involucran tanto activos físicos de las empresas como activos intangibles (entre otros, su capital humano y social, y su reputación comercial, con la consecuente pérdida de contactos comerciales) acumulados a lo largo de los años; esta pérdida se produce aun en el caso de las que logran reestructurarse y sobrevivir. El sistema crediticio se paraliza por períodos largos, afectando la recuperación de la actividad productiva, aunque hay excepciones importantes en este campo (la recuperación de México a partir del efecto "tequila" y la que logró Chile en el segundo lustro de los años ochenta tuvieron lugar en el contexto de caídas notables de los niveles de crédito que sucedieron a crisis financieras agudas).

Las crisis financieras son, además, costosas desde el punto de vista fiscal, particularmente cuando se incluyen los costos cuasifiscales en que incurren los bancos centrales por concepto de apoyo crediticio y subsidios cambiarios. Este hecho se observa claramente en el cuadro 4. Incluso una crisis pequeña puede costar el equivalente a 4% o 5% del PIB; una de gran alcance, como las de México y Venezuela de los últimos años, alrededor del 15% del PIB, y una de proporciones extraordinarias, como las de Argentina y Chile de 1982, 40% del PIB o más. Es interesante señalar que la crisis japonesa de los últimos años pertenece al segundo grupo y las del resto de los países asiáticos que comenzaron a sufrir dificultades en 1997 al segundo o al tercero. Por este motivo, una de las mejores inversiones fiscales que puede hacer un país es evitar una crisis financiera. Esto implica, por lo demás, que los riesgos aparentemente privados en los que incurren los intermediarios financieros durante los períodos de bonanza tienen un componente importante de riesgo público. Esto ofrece un argumento fuerte para intervenir en los sistemas financieros con el objeto de evitar la acumulación de riesgos excesivos en períodos de bonanza.

Los orígenes de los problemas que explotan durante las crisis financieras son bien conocidos. El primero es la falta de una regulación y supervisión prudencial adecuadas. El segundo es el crecimiento excesivo del crédito, facilitado por el acceso del sistema financiero a crédito externo, especialmente de corto plazo. Esto se debe a que la abundancia de recursos permite el endeudamiento de agentes económicos que

CUADRO 4. Costo fiscal y cuasifiscal de las crisis financieras

		Costo fiscal y cuasifiscal a/	Cartera vencida b/ (% de la cartera total)
Argentina	1980-1982	13-55	9
	1985		30
Bolivia	1986-1988		90
Brasil	1994-1996	4-10	9
Chile	1981-1985	19-41	16
Colombia	1982-1987	5 - 6	25
Ecuador	1992	2	
España	1977-1985	15 - 17	...
Estados Unidos	1984-1991	5 - 7	4
Filipinas	1981-1987	3 - 4	...
Finlandia	1991-1993	8 - 10	9
Indonesia	1994	2	...
Japón c/	1990s	3	10
Malasia	1985-1988	5	33
México	1994-1995	12 - 15	11
Noruega	1988-1992	4	9
Paraguay	1995-1997		8
Sri Lanka	1989-1993	9	35
Suecia	1991-1993	4 - 5	11
Tailandia	1983-1997	1	15
Turquía	1982-1985	3	...
Uruguay	1981-1984	31	...
Venezuela	1980-1983		15
	1994-1995	17	...
		Cartera vencida (% del PIB)	Cartera vencida (% de la cartera total)
Corea	1998	50	30
Indonesia	1998	45	60
Malasia	1998	41	25
Tailandia	1998	54	35

a/ Porcentaje estimado del PIB anual durante el período de reestructuración. En aquellos casos en que se presenta un rango, en la cifra inferior se incluyen sólo los costos de los fondos, créditos y bonos incorporados directamente en el sistema bancario, mientras que en el superior se incluyen otros costos fiscales y cuasifiscales, como los subsidios a las tasas de cambio.

b/ Estimado en el punto máximo de la cartera vencida medido como porcentaje de los préstamos totales. La medida depende de la definición de cartera vencida en cada país.

c/ Estimación de los costos sólo para 1995. Las estimaciones oficiales de los costos, que incluyen los costos de los arreglos de los préstamos de las corporaciones de vivienda («Jusen»), y la cartera vencida equivalen al 0.14% y al 3% respectivamente.

FUENTE: Fondo Monetario Internacional (FMI), Estudios Económicos y financieros. Perspectivas de la economía mundial, mayo de 1998, Washington, D.C. cuadro 14, p. 78. Comisión Económica para América latina y el Caribe (CEPAL), El pacto fiscal: fortalezas, debilidades, desafíos (LC/G.1997.Rev.1), Santiago de Chile, abril de 1998, cuadro V-3, p.153; JP Morgan, World Financial Markets, Nueva York, 7 de octubre de 1998.

representan mayores riesgos y que normalmente no tienen acceso al crédito. La subestimación de dicho riesgo en un ambiente de optimismo lleva a que el recargo sobre la tasa promedio de interés de préstamos que se cobra a estos deudores no lo refleje adecuadamente. La combinación del rápido crecimiento del crédito con una regulación y supervisión prudencial inadecuadas es, por supuesto, la alternativa más peligrosa. Este es un problema típico de los procesos de liberalización financiera acelerada en nuestra región y explica por qué éstos han terminado en muchos casos en violentas crisis financieras. Debe agregarse que, como el crecimiento del crédito suele financiarse con recursos externos, tiende a ir acompañado de una revaluación del tipo de cambio y un deterioro de la cuenta corriente de la balanza de pagos. La desaceleración del crecimiento económico y la baja del precio de los activos tienden a ser los factores desencadenantes de la crisis, ya que debilitan la capacidad de pago de los deudores, especialmente en un contexto de altas tasas de interés.⁶⁸

Esto destaca la importancia de la secuencia de los procesos de liberalización financiera y, en particular, la necesidad de condicionarlos estrictamente a la existencia previa de una regulación y supervisión prudencial adecuadas, así como del diseño de sistemas de información apropiados para garantizar el mejor funcionamiento microeconómico de los mercados. Como el aprendizaje no es instantáneo, ni por parte de los intermediarios financieros, ni de los depositantes, ni de las autoridades, la liberalización debe ser, además, gradual, a fin de que los primeros aprendan a enfrentar los mayores riesgos que caracterizan a un sistema más liberalizado, los primeros y segundos a utilizar los nuevos canales de información y las autoridades puedan, a su vez, aprender a ejercer una supervisión más estricta y modificar las regulaciones prudenciales y los requisitos de información en función de la experiencia adquirida.

La regulación prudencial debe garantizar, en primer término, la solvencia de las entidades financieras, a través de niveles apropiados de capital en relación con los riesgos asumidos por las instituciones crediticias, sistemas estrictos de castigos (amortización en libros) de la cartera en situación irregular y una adecuada diversificación de riesgos. Según se señala en el capítulo 3, las normas correspondientes deben

68. Estos "hechos estilizados" corresponden a los que se resumen en los ejercicios realizados por el FMI (1998b), pp. 92-94. La última observación, sobre el papel de las tasas de interés, es del autor.

contemplar no sólo los riesgos de carácter macro sino también microeconómico que caracterizan a los países en desarrollo. En particular, debido a la mayor volatilidad financiera que enfrentan estos países, los requisitos de capital deben ser superiores a los propuestos por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea del Banco de Pagos Internacionales, y deben formularse normas estrictas para evitar los descalses de monedas (incluidos los asociados a operaciones de cobertura y otros derivados) y reducir los desbalances de plazos entre los activos y los pasivos financieros.⁶⁹ Además, la supervisión prudencial debe ser estricta en el caso de los créditos externos de corto plazo que intermedie el sistema financiero y que no están vinculados a operaciones comerciales.

La regulación prudencial debe, por otra parte, garantizar niveles apropiados de liquidez de los intermediarios financieros, que les permitan manejar sin traumatismos los descalses que las autoridades decidan permitir entre los plazos promedio de activos y pasivos, asociados a la función esencial de los sistemas financieros de "transformar plazos", que plantean riesgos derivados tanto del mantenimiento del nivel de depósitos como de las variaciones en las tasas de interés. Los encajes, que son estrictamente un instrumento de regulación monetaria, proporcionan en muchos países esta liquidez, pero su pérdida de importancia impone la necesidad de adoptar nuevos instrumentos. Su estructura tradicional no estaba, además, orientada al objetivo específico de garantizar la liquidez de los intermediarios financieros. La innovación más importante en este frente es, sin duda, el sistema argentino, creado en 1995 durante la crisis del efecto "tequila", que establece requisitos de liquidez en función de los plazos residuales de cualquier pasivo financiero de dichas entidades (es decir, de la cantidad de días que restan hasta el vencimiento de las obligaciones) y fija una tasa que aumenta rápidamente a medida que disminuye el plazo de vencimiento.⁷⁰ Estos requisitos de liquidez —así como un régimen de encajes aplicable a los pasivos del sistema financiero que tuviese una estructura similar— tiene otra ventaja, la de ofrecer un incentivo directo al mantenimiento de un mejor perfil temporal de los pasivos del sistema financiero.

69. Un interesante análisis de los problemas que implican estos descalses y sus efectos sobre las crisis recientes se encuentra en Perry y Lederman (1998).

70. Banco Central de la República Argentina (1995), pp. 11-12.

Nótese que este instrumento tiene efectos similares sobre la estructura de pasivos que los encajes en moneda extranjera. De hecho, una alternativa a este último, en el contexto de una "política de pasivos", es adoptar requisitos de liquidez (o encajes) más altos para los pasivos en moneda extranjera del sistema financiero. El defecto principal de esta alternativa es que no afecta a los pasivos en moneda extranjera de agentes no financieros. Por este motivo, debe complementarse con otros desincentivos al endeudamiento externo de estas empresas, tales como un tratamiento tributario adverso a los pasivos en moneda extranjera (prohibición de deducir pérdidas cambiarias o límites para dichas deducciones), obligación de estas empresas de hacer de público conocimiento su endeudamiento externo de corto plazo y adopción de normas que exijan a las calificadoras de riesgo a tomar especialmente en consideración este factor en sus evaluaciones.⁷¹

Los sistemas financieros bien regulados y supervisados son estructuralmente superiores en el manejo del riesgo, por lo que contribuyen a evitar que los intermediarios asuman riesgos inmanejables durante los períodos de bonanza. Pero, en todo caso, son incapaces de internalizar todos los riesgos colectivos que adquieren en dichos períodos, vinculados al crecimiento global del crédito, es decir a problema de coordinación que superan las posibilidades individuales de cada intermediario. Más aún, como se señala en el capítulo 3, su funcionamiento tiene estrictamente efectos procíclicos. De hecho, es durante las crisis cuando se hacen evidentes, con cierto rezago, los riegos excesivos asumidos durante las bonanzas. Ello conduce a castigos de cartera que reducen el capital de las entidades financieras y, por ende, su capacidad crediticia, lo que sumado a la mayor percepción subjetiva de riesgo, produce la contracción de los préstamos que caracteriza estos períodos.

Por este motivo, es conveniente diseñar instrumentos que introduzcan algunos elementos anticíclicos en la regulación prudencial, que contribuyan, en particular, a evitar la asunción de riesgos excesivos durante las bonanzas. Fuera del ámbito regulatorio, las restricciones al crecimiento del crédito en los períodos de bonanza pueden jugar este papel. En el plano regulatorio, quizás la norma más importante sea el establecimiento de límites superiores al precio de referencia de los activos financieros e inmobiliarios que puede ser utilizado como garantía para

71. Banco Mundial (1998b), p. 151.

préstamos u otras operaciones financieras en las épocas de bonanza (por ejemplo, la disposición de que sólo un porcentaje decreciente de su valor comercial puede ser usado con este fin). También puede ser conveniente elevar los requisitos de encaje o de liquidez en estos períodos, especialmente en el caso de pasivos de corto plazo. Otra alternativa sería obligar a los intermediarios financieros a mantener “posiciones propias” en moneda extranjera contrarias a las que determinaría el mercado (es decir, requisitos moderados que obliguen a mantener un exceso de pasivos sobre activos denominados en moneda extranjera durante períodos de revaluación y a lo contrario en las fases de devaluación), para evitar la acumulación de posiciones especulativas e internalizar parte de los riesgos de modificación de las tendencias del tipo de cambio. Esto equivale, de hecho, a obligar a los intermediarios a internalizar parte de las fluctuaciones de las reservas internacionales. Por supuesto, para evitar problemas de “riesgo moral”, las autoridades deben dar señales persistentes orientadas a informar a los intermediarios financieros de los riesgos que están asumiendo e indicar que en ningún caso realizarán operaciones de rescate del patrimonio de los dueños de las entidades financieras (y actuar en consecuencia si se desencadena una crisis en alguna de las entidades). Por este mismo motivo, deben dar también señales claras de que los pasivos en moneda extranjera de los intermediarios financieros no recibirán garantías públicas *ex post*.

5. EL MANEJO FISCAL ANTICÍCLICO

Cualquiera sea la elección de las autoridades en materia de régimen cambiario y movilidad de capitales, la política fiscal ofrece siempre un mecanismo para contrarrestar las tendencias expansionistas en épocas de bonanza. La importancia de este tema se hizo evidente en América Latina durante la crisis de la deuda. En efecto, la expansión excesiva del gasto público financiado con créditos externos durante el auge precedente produjo, en casi todos los países, desequilibrios fiscales que resultaron a la postre insostenibles. Las reducciones posteriores del gasto redujeron enormemente los beneficios del gasto público: quedaron incompletos proyectos de inversión o su ejecución se prolongó, elevando así su costo efectivo; se desestructuró la provisión de servicios sociales y públicos; los recortes de salarios reales y de puestos de trabajo generaron tensiones

complejas con los sindicatos y, en general, con los empleados públicos; se perdió personal valioso, y se desorganizó, en general, la administración pública, con costos considerables que han seguido afectando a los países latinoamericanos durante la década actual, debido a dificultad para reconstruir los aparatos estatales.

Las devaluaciones que se llevaron inevitablemente a cabo durante la crisis elevaron, además, la carga del servicio de la deuda externa, acrecentando los problemas de financiamiento público. Los problemas para transferir recursos hacia el sector público a fin de hacer frente al servicio de la deuda provocaron problemas distributivos internos complejos, parcialmente compensados en aquellos países en los cuales el control de las exportaciones de productos básicos por parte del sector público benefició al gobierno a través de la devaluación. Los reajustes cambiarios bruscos y los problemas distributivos internos derivados de la crisis fiscal también fueron elementos críticos de la desestabilización interna, que culminó en un proceso generalizado de aceleración inflacionaria y de hiperinflación en varios países.⁷²

La triste lección que aprendió América Latina durante la crisis fue, por lo tanto, que la falta de disciplina fiscal durante las bonanzas de crédito externo es muy costosa. El ajuste realizado en la región a partir de la crisis permitió reducir los déficit fiscales, que ya a fines de los ochenta presentaban un bajo nivel. La mayor disciplina fiscal se ha mantenido durante la década actual y constituye, sin duda, uno de los grandes avances del manejo macroeconómico en la región. En efecto, como se muestra en el gráfico 10, pese a la recuperación del acceso al financiamiento externo, el déficit fiscal promedio se ha mantenido en niveles moderados en los años noventa.

Sin embargo, este retorno a la ortodoxia implica curiosamente que se han seguido aplicando prácticas fiscales estrictamente procíclicas.⁷³ Este es el resultado de la tendencia de los ingresos públicos a comportarse en forma procíclica, característica que, lejos de haberse atenuado, tal vez se haya acentuado con las reformas estructurales que han realizado los países latinoamericanos durante las últimas décadas. Dado el creciente

72. La literatura sobre esta materia es copiosa. Véanse, entre muchos otros, las recopilaciones contenidas en Bianchi (1985) y Thorp y Whitehead (1987).

73. Las consideraciones que siguen amplían los argumentos desarrollados en CEPAL (1998b), partes primera y segunda, y en un estudio sobre el comportamiento de las finanzas públicas a lo largo del ciclo que le sirvió de base (Martner, 1998).

GRÁFICO 10. *América Latina: Balance del sector público*

FUENTE: CEPAL, sobre la base de cifras oficiales.

peso de los impuestos indirectos en las estructuras tributarias, este comportamiento de los ingresos, posiblemente, se vincule a la mayor elasticidad de las importaciones al ciclo económico, dado que el componente tributario de las importaciones (aranceles e IVA) sigue siendo muy superior al promedio de la economía y la evasión de los impuestos correspondientes es inferior al promedio. En estas condiciones, la fijación de metas anuales de déficit fiscal corriente a niveles bajos pero no sujetos al ciclo económico implica, en la práctica, que el gasto se sigue expandiendo durante los períodos de bonanza sobre la base de ingresos que son estrictamente transitorios y se contrae cuando desaparecen estos ingresos extraordinarios. Dada la inercia de los gastos corrientes e incluso, en el caso del servicio de la deuda, la tendencia a comportarse en forma procíclica, como reflejo de la evolución de las tasas de interés sobre el servicio de la deuda interna y del tipo de cambio sobre el de la deuda externa, esto implica que las mayores fluctuaciones del gasto tienden a concentrarse en gastos de inversión, lo que se traduce en los costos e ineficiencias ya señalados.

Es necesario, por lo tanto, que los objetivos fiscales dejen de fijarse en función del déficit fiscal corriente y comiencen a determinarse en términos

de alguna definición del déficit estructural. Esto significa, en primer término, que se deben diseñar mecanismos para esterilizar ingresos fiscales transitorios. La experiencia parcial adquirida con fondos de estabilización de ingresos fiscales provenientes del manejo de productos básicos —el Fondo Nacional del Café en Colombia, el primero en su género, los fondos del cobre y el petróleo en Chile y, más recientemente, los fondos del petróleo de Colombia y Venezuela— muestra la conveniencia de desarrollar mecanismos similares para el manejo de ingresos **tributarios** transitorios. Más aún, muchos países pueden considerar atractivo compensar total o parcialmente las tendencias de corto plazo del gasto privado con movimientos en sentido contrario del gasto público que, de paso, permitan que el endeudamiento público compense las tendencias del endeudamiento privado. De hecho, como se señala en el capítulo 6, la necesidad de desarrollar redes de protección social para proteger a los grupos vulnerables durante las crisis, aspecto sobre el cual existe un amplio consenso en los debates internacionales recientes, exige incluir en la política de gasto público un componente claramente anticíclico. En el caso de la inversión pública, existen límites al manejo anticíclico, relacionados con los argumentos ya señalados sobre la ineficiencia de las políticas de “pare y siga” y con la posibilidad de que se creen desequilibrios entre la oferta de bienes públicos y privados en un proceso de crecimiento. También hay efectos distributivos que no son despreciables, ya que los receptores de los bienes y servicios provistos por el sector público difieren de los beneficiarios del gasto privado.⁷⁴ Dadas las restricciones severas al endeudamiento predominantes durante las crisis, no es posible, además, una utilización activa del gasto público como mecanismo de estabilización durante estas coyunturas si no se ha realizado un manejo igualmente anticíclico durante las bonanzas.

Otra forma de expresar el punto de vista anterior es señalando que el criterio básico del manejo fiscal debe ser la sostenibilidad en el tiempo de una trayectoria determinada de la política fiscal, que se mida esencialmente por la evolución del endeudamiento público: éste debe reducirse durante las bonanzas y elevarse durante las crisis para cumplir la función estabilizadora que se espera del gasto. El fijar metas anuales del

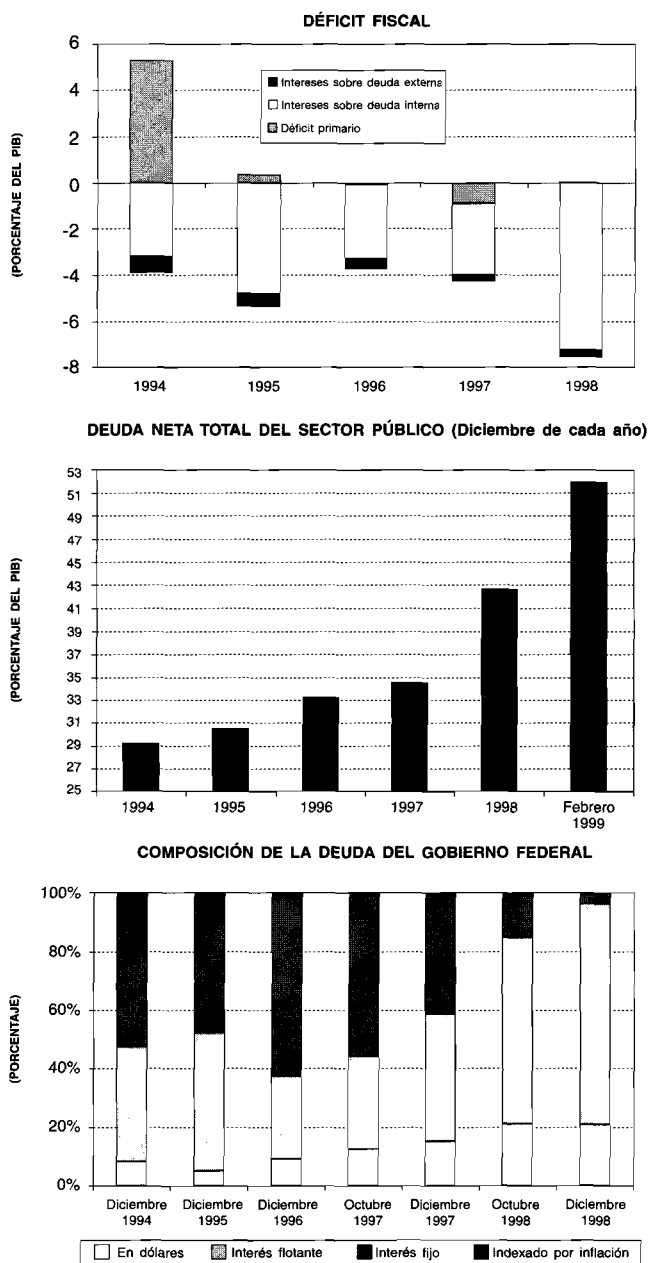
74. Un análisis de este tema, referido al caso colombiano, donde este tipo de manejo fiscal anticíclico ha sido contemplado en forma reiterada en distintas bonanzas, se encuentra en Cárdenas y Barrera (1994).

déficit independientes del ciclo económico implica, de hecho, un horizonte temporal estrecho, que refleja de alguna manera una aversión al riesgo de las autoridades, quizás justificada por lo que supuso la desestabilización fiscal en el pasado. Por este motivo, el desarrollo de instituciones apropiadas para ampliar dicho horizonte, como los fondos de estabilización de ingresos, es esencial para evitar el retorno a prácticas del pasado. En otras palabras, si se desea evitar una evolución insostenible de la deuda pública, el manejo anticíclico de las finanzas públicas **en las épocas de bonanza** es un requisito esencial para hacer frente a las crisis, y esto sólo es posible si se crean mecanismos institucionales que garanticen ahorros adecuados durante las primeras.

Para garantizar una trayectoria fiscal sostenible, es importante un adecuado control del endeudamiento público consolidado. Por este motivo, es deseable desarrollar mecanismos que permitan a los Ministerios de Hacienda controlar el endeudamiento de otras entidades públicas, incluidas las de carácter autónomo.⁷⁵ La experiencia indica, además, que una estructura de endeudamiento público en la que se otorgue un peso excesivo a pasivos de corto plazo puede ser manejable en épocas de auge, pero convertirse en una importante fuente de desestabilización durante los períodos de crisis.

La relevancia de la estructura temporal del endeudamiento público obedece a que, al igual que en el crédito externo, en momentos de incertidumbre el mercado responde a las necesidades de financiamiento bruto y no sólo neto, lo que implica que la rotación de deuda no es neutra desde el punto de vista financiero. Los problemas correspondientes también se plantean en relación con la deuda interna. La razón más simple es que los tenedores nacionales de títulos de corto plazo tienen opciones diferentes a la recompra de deuda pública por las cuales pueden optar, incluida la fuga de capitales. Por este motivo, cuando las necesidades de financiamiento bruto son cuantiosas, la tasa de interés debe elevarse más, para hacer atractiva la rotación de la deuda. El aumento de las tasas de interés también se refleja en forma inmediata en el déficit fiscal, alterando rápidamente la trayectoria de la deuda pública, como ocurrió en Brasil en 1998 (gráfico 11). Además, la rotación sólo puede ser viable si la naturaleza de los títulos de deuda pública varía, traspasando los riesgos

75. Esto se argumenta convincentemente en relación con los gobiernos subnacionales en CEPAL (1998b), Cap. VIII.

GRÁFICO 11. *Evolución del déficit y la deuda del sector público brasileño*

de devaluación o de alzas futuras de las tasas de interés al gobierno. Estos procesos son a la postre fuentes adicionales de desestabilización. La conocida sustitución de Certificados de la Tesorería (Cetes) por Tesobonos en México en 1994, es decir de títulos denominados en pesos por títulos denominados en dólares, que fue uno de los elementos críticos de la crisis de fines de ese año, fue facilitada, sin duda, por la estructura de corto plazo de los primeros.⁷⁶ Asimismo, la estructura de corto plazo de la deuda de Brasil es responsable de la rápida sustitución, desde fines de 1997, de la deuda a tasa de interés fija por deuda a tasa flotante o expresada en dólares, que ha anulado las mejoras en la composición de la deuda pública logradas desde el lanzamiento del Plan Real (véase, nuevamente, el gráfico 11).

Por este motivo, al igual que en el caso del crédito externo, una estructura de la deuda pública con una menor proporción de títulos de corto plazo es esencial para reducir la vulnerabilidad en épocas de crisis. El mejoramiento del perfil de endeudamiento externo de Argentina y México a partir del efecto “tequila” se considera un elemento fundamental de la fortaleza de estas dos economías durante la crisis actual. Asimismo, el excelente perfil de la deuda pública externa de Colombia y la renuncia de las autoridades de dicho país a emitir títulos de deuda pública interna a menos de un año de plazo son, conjuntamente con el bajo nivel de endeudamiento, elementos de solidez de esta economía frente a la crisis, pese a que su situación fiscal corriente dista de ser sólida. En la “política de pasivos” a la que hemos hecho alusión a lo largo de este capítulo se debe otorgar, por lo tanto, particular atención al nivel y la estructura temporal del endeudamiento público, tanto de carácter externo como interno.

La posibilidad de emitir títulos de deuda interna de más largo plazo depende de la “profundidad” del mercado financiero local, incluida la existencia de mercados secundarios de deuda que les otorguen liquidez a dichos títulos. Por este motivo, las medidas orientadas a desarrollar mercados de crédito y de capitales más profundos juegan un papel fundamental en la reducción de la vulnerabilidad que supone un perfil inadecuado de pasivos internos. Como es obvio, esta afirmación se aplica con igual validez al endeudamiento privado pero, debido al menor riesgo para el acreedor y la mayor homogeneidad de los títulos que emite,

76. Véanse Sachs, Tornell y Velasco (1996) y Ros (1999).

el sector público juega un papel fundamental en el desarrollo de un mercado primario y secundario de deuda a mayor plazo. Cabe indicar, sin embargo, que dicho desarrollo no anula la necesidad de una "política de pasivos" activa. En particular, los mercados de capitales más profundos son también los más atractivos para los flujos de cartera, cuya volatilidad ya ha sido descrita en el capítulo 1. Por lo tanto, aunque dichos mercados facilitan el manejo de perfiles de endeudamiento interno menos riesgosos, pueden hacer necesaria una política de pasivos externos aún más activa.

CAPÍTULO 6

TEMAS COMPLEMENTARIOS

El eje de este ensayo ha sido la prevención y el manejo de las crisis financieras, es decir lo que podemos denominar la "arquitectura financiera" en un sentido restringido. En un sentido más amplio, la reforma financiera internacional debe abarcar al menos tres aspectos adicionales: los problemas pendientes de sobreendeudamiento de los países en vías de desarrollo, el papel del financiamiento oficial para el desarrollo a nivel internacional y las redes de protección social para los grupos más vulnerables.

Entre los primeros, los más importantes son, sin duda, los relativos al sobreendeudamiento de los países más pobres. La puesta en práctica de la principal iniciativa orientada a reducir en forma significativa la carga de la deuda de estos países, conocida como "Iniciativa para la reducción de la deuda de los países pobres muy endeudados" ha sido lenta debido a tres problemas: a) la complejidad del proceso mismo, consistente en la ejecución de dos créditos en el marco del servicio financiero reforzado de ajuste estructural del Fondo Monetario Internacional, que exige un período mínimo de seis años para tener acceso al programa de alivio de la deuda; b) la definición compleja e inadecuada de la sostenibilidad de los niveles de endeudamiento, que abarca tanto criterios fiscales como de balanza de pagos; y c) la falta de recursos para financiarla.⁷⁷ Estos tres temas están interrelacionados, ya que la falta de recursos conduce a la imposición de condiciones de acceso más restrictivas. La conciencia de las dificultades que enfrenta ha dado origen a diversas propuestas orientadas a ampliar esta iniciativa, que seguramente se traducirán en su reformulación a mediados de 1999.

77. Grupo de Trabajo ... (1999b).

El primero de los problemas señalados destaca nuevamente la condicionalidad del apoyo financiero internacional, tema que fue ya considerado en el capítulo 4 y que, en lo que respecta a la ayuda para el desarrollo, será objeto de algunas consideraciones más adelante. El segundo se refiere a las dificultades asociadas a los procesos reiterados de reprogramación de la deuda externa e indica la conveniencia de actuar en forma mucho más agresiva en este frente, para evitar que los problemas de sobreendeudamiento afecten la inversión y el crecimiento por períodos demasiado prolongados.

El financiamiento de esta iniciativa ha tendido a desplazar, en los presupuestos de los países industrializados, a los recursos cada vez más escasos de asistencia para el desarrollo, lo que es lamentable, ya que la concesión de nuevos recursos es un complemento necesario de los programas de alivio de la deuda de los países más pobres y esta última, por sí sola, tendrá efectos limitados en términos de aceleración del crecimiento económico de estos países. Además, la falta de recursos ha ejercido una presión sobre los ingresos netos (o utilidades) de los bancos de desarrollo, que ha llevado a algunos, especialmente al Banco Mundial, a elevar los costos de sus créditos, lo cual indica, paradójicamente, que los otros deudores de estos organismos terminarán financiando en parte el programa de alivio de la deuda de los países más pobres. Los problemas de financiamiento han planteado dificultades especiales para los bancos regionales y subregionales de desarrollo, que en algunos casos han tenido que recortar programas, especialmente aquellos que tienen un importante componente de donación, como los de asistencia técnica; tal es el caso del Banco Interamericano de Desarrollo. En otros casos se agregan a dificultades anteriores, como ocurre con el Banco Centroamericano de Integración Económica.

Por todos estos motivos, la financiación adecuada del programa de alivio de la deuda de los países más pobres tiene una importancia trascendental en la coyuntura actual. La venta de una parte de las reservas de oro del Fondo Monetario Internacional y una asignación especial de derechos especiales de giro con este propósito han sido las principales recomendaciones formuladas al respecto. Es necesario, además, que los aportes de los países industrializados a los fondos multilaterales creados para financiar esta iniciativa se destinen sobre todo a cubrir el costo del programa para los bancos regionales y subregionales de desarrollo.⁷⁸

78. Grupo de Trabajo ... (1999b).

Este tema nos lleva al análisis del papel que desempeña el financiamiento oficial para el desarrollo a nivel internacional. Lo ocurrido en los años noventa indica que este tipo de financiamiento puede jugar un papel importante en cuatro áreas: a) la canalización de recursos hacia los países más pobres, cuyo acceso al financiamiento privado y a la inversión extranjera directa es más limitado que el de países de ingreso medio; b) la provisión de crédito de largo plazo a países de ingreso medio, especialmente los de menor tamaño relativo, que debido a calificaciones de crédito aún bajas o quizás a costos fijos de mecanismos alternativos de financiamiento (en particular, la emisión de bonos) no tienen acceso a recursos a largo plazo alternativos; c) la provisión de financiamiento anticíclico, compensatorio de las fluctuaciones de los flujos privados, y d) el apoyo a procesos de transición hacia nuevas formas de financiamiento privado. A todo esto convendría sumar el “valor agregado” tradicional del financiamiento multilateral: la asistencia técnica asociada al crédito.

La importancia crítica de la primera de estas funciones se destaca en el cuadro 5. Como se puede apreciar, en 1992-1997 los flujos de financiamiento privado hacia los países más pobres fueron significativamente inferiores a su participación tanto en la población como en el producto interno bruto del conjunto de países en desarrollo. El contraste es particularmente notorio en el mercado de bonos y en los préstamos de la banca comercial, así como en la inversión accionaria, si se excluye en este último caso a la India. Por lo tanto, estos países dependen en mucha mayor medida de los recursos provenientes de la banca multilateral y, especialmente, de donaciones, en el marco de los programas bilaterales de asistencia para el desarrollo. Si se excluye nuevamente a la India, éstos son los únicos flujos de capital con un alto grado de progresividad, dado que la participación de los países pobres en el financiamiento neto excede no sólo su contribución a la producción sino también el porcentaje de la población del conjunto de países en desarrollo que representan. Ambos flujos han tendido, sin embargo, a quedarse rezagados frente al auge del financiamiento privado en la década de 1990. Esto es particularmente grave en el caso de la asistencia para el desarrollo, que representó en 1998 el equivalente al 0.22% del PIB de los países industrializados, lo que se compara con 0.35% a mediados de los años ochenta, e incluso ha tendido a disminuir en términos reales durante la década actual. Esta tendencia a la disminución ha sido, además, más

acentuada en el caso de los países industrializados de mayor tamaño y sólo ha sido compensada parcialmente por el aumento proporcional de la que se canaliza a través de donaciones.⁷⁹

La segunda y tercera funciones resaltan el papel que continuará jugando el financiamiento oficial para el desarrollo aun en el caso de los países de ingreso medio, especialmente los de menor tamaño relativo o con mayores dificultades para acceder al mercado privado de capitales. Es importante destacar, sin embargo, que la función de provisión de recursos crediticios en forma anticíclica no debe confundirse con la de proporcionar liquidez en épocas de crisis, que es esencialmente una tarea del Fondo Monetario Internacional. En cualquier caso, las grandes exigencias de financiamiento anticíclico para países de ingreso medio durante las crisis puede terminar desplazando a los países más pobres del financiamiento multilateral, un hecho que ha sido destacado por el Presidente del Banco Mundial.⁸⁰ Dada la magnitud del financiamiento otorgado por bancos multilaterales, esta función es, en cualquier caso, limitada. En efecto, de acuerdo con los datos que se presentan en el cuadro 5, dicho financiamiento representó en 1992-1997 apenas el 13% del proveniente del sector privado, excluida la inversión extranjera directa, y apenas el 6% en el caso de los países de ingreso medio. Por este motivo, el cumplimiento pleno de esta función anticíclica requeriría una ampliación substancial de los recursos de la banca multilateral, situación que no parece viable en el futuro cercano, y una planificación crediticia en la que se tome plenamente en consideración este criterio.

La cuarta de las funciones mencionadas es de más reciente origen, aunque ha experimentado una rápida expansión en los últimos años. Ha estado asociada, en particular, al financiamiento directo del sector privado, a través de los bancos o de las corporaciones financieras pertinentes, o de programas de garantía para apoyar la puesta en marcha de proyectos privados de infraestructura en países en desarrollo. Se ha sugerido que podría recurrirse a ella para contribuir a la reincorporación de los países en desarrollo al mercado privado de capitales durante períodos de crisis, y posiblemente para apoyar, mediante cofinanciamiento o garantías, las primeras emisiones de bonos de países en desarrollo,

79. Banco Mundial (1999), capítulo 4. Véase también, al respecto, Banco Mundial (1998b) y Killick (1998).

80. Wolfensohn (1998).

CUADRO 5. *Flujo neto de recursos, 1992-1997*
(Promedio anual, en miles de millones de dólares y porcentaje)

	Inversión extranjera directa		Inversión accionaria		Donaciones		Financiamiento bilateral		Financiamiento multilateral (excluido FMI)	
	Monto	Porcentaje	Monto	Porcentaje	Monto	Porcentaje	Monto	Porcentaje	Monto	Porcentaje
Países en desarrollo	99.0	100.0	35.7	100.0	29.7	100.0	2.9	100.0	13.7	100.0
Excepto China	66.8	67.5	31.7	88.9	29.4	99.0	0.5	19.0	11.6	84.5
Países de ingresos bajos	6.7	6.8	3.4	9.5	15.8	53.2	0.8	27.1	5.9	43.4
India	1.6	1.6	2.5	6.9	0.6	1.9	-0.3	-11.3	1.0	7.4
Paquistán	0.6	0.6	0.6	1.6	0.2	0.7	0.2	7.7	0.8	5.7
Otros países	4.6	4.6	0.4	1.0	15.0	50.6	0.9	30.7	4.1	30.3
China a/	32.1	32.5	3.9	11.1	0.3	1.0	2.3	81.0	2.1	15.5
Países de ingresos medios	60.1	60.8	28.3	79.4	13.7	46.1	-0.2	-8.1	5.6	41.1
Argentina	4.4	4.5	1.7	4.9	0.0	0.1	-0.1	-3.2	0.9	6.6
Brasil	7.7	7.7	4.1	11.5	0.1	0.2	-1.3	-43.4	-0.1	-0.6
Federación de Rusia	1.9	1.9	1.1	3.1	1.1	3.7	0.6	21.4	0.9	6.2
Indonesia	3.5	3.6	2.4	6.8	0.2	0.8	1.2	41.7	0.1	0.9
Malasia	4.5	4.6	1.9	5.4	0.0	0.1	0.0	-0.7	-0.1	-0.8
República de Corea b/	1.5	1.5	3.1	8.8	0.0	0.0	-0.2	-5.4	0.6	4.1
México	8.1	8.2	5.1	14.3	0.0	0.1	-0.6	-21.4	0.3	2.2
Otros países	28.4	28.7	8.8	24.7	12.2	41.1	0.1	2.9	3.1	22.5

CUADRO 5. *Flujo neto de recursos, 1992-1997 (cont.)*
(Promedio anual, en miles de millones de dólares y porcentaje)

	Bonos		Préstamos banca comercial		Otros préstamos		Total		Memo: PIB	Población
	Monto	Porcentaje	Monto	Porcentaje	Monto	Porcentaje	Monto	Porcentaje	Monto	Porcentaje
Países en desarrollo	34.6	100.0	28.3	100.0	4.9	100.0	248.7	100.0	100.0	100.0
Excepto China	32.9	95.2	26.6	94.0	1.1	21.4	200.7	80.7	89.2	74.8
Países de ingresos bajos	0.5	1.5	0.9	3.3	0.4	7.2	34.5	13.9	11.4	41.0
India	0.4	1.1	0.8	2.8	0.4	8.9	6.9	2.8	5.6	19.3
Paquistán	0.1	0.3	0.4	1.5	0.0	0.3	2.9	1.2	1.0	2.7
Otros países	0.0	0.1	-0.3	-0.9	-0.1	-2.0	24.7	9.9	4.8	19.0
China a/	1.7	4.8	1.7	6.0	3.9	78.6	48.0	19.3	10.8	25.2
Países de ingresos medios	32.4	93.7	25.7	90.7	0.7	14.2	166.3	66.9	77.8	33.9
Argentina	5.5	15.9	0.8	2.9	0.0	-0.9	13.3	5.3	5.0	0.7
Brasil	3.1	9.0	8.2	29.0	-0.6	-11.3	21.2	8.5	10.5	3.3
Federación de Rusia	0.8	2.2	0.3	1.1	1.4	28.7	8.1	3.2	7.3	3.1
Indonesia	1.6	4.7	0.9	3.2	0.2	3.7	10.2	4.1	3.4	4.0
Malasia	1.3	3.8	1.6	5.8	0.0	-0.7	9.3	3.7	1.4	0.4
República de Corea b/	4.5	12.9	4.1	14.5	-0.2	-4.8	13.4	5.4	7.3	0.9
México	5.2	15.2	0.3	1.1	-0.3	-6.9	18.2	7.3	6.7	1.9
Otros países	10.4	30.0	9.4	33.1	0.3	6.4	72.6	29.2	36.2	19.4

a/ Hasta 1998 el Banco Mundial consideró a China como país de ingreso bajo. A partir de 1999 lo incluye como país de ingreso medio. En este cuadro se presenta en una categoría aparte.

b/ El Banco Mundial lo considera país de ingreso alto, pero lo incluye en el grupo de ingreso medio en Global Development Finance 1999.

FUENTE: Banco Mundial, Global Development Finance, 1999, Washington, D.C., marzo de 1999 y World Economic Indicators, Washington, D.C., 1998 para cifras de PIB y población.

particularmente los más pobres. Debe señalarse que la inclusión plena de estos mecanismos requeriría un cambio radical en el manejo de garantías de los bancos de desarrollo, posibilidad que ha sido criticada porque podría llevar a la asunción de riesgos excesivos por parte de estas instituciones. Es interesante observar que entre los bancos de desarrollo que operan en América Latina y el Caribe, el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y la Corporación Andina de Fomento (CAF) han sido algunas de las entidades pioneras en la provisión de financiamiento al sector privado. Además, esta última ha sido una de las más activas en la captación de flujos internacionales más dinámicos en la década actual, a través del mercado de bonos, e indica que los bancos subregionales pueden ser un valioso instrumento para diversificar el riesgo soberano que percibe el mercado. De hecho, una de las características sobresalientes de esta institución es que ha contado con calificaciones de riesgo superiores a las de Colombia, el único país andino clasificado durante los años noventa entre las economías con "grado de inversión".

Tanto el programa de alivio de la deuda de los países más pobres como el financiamiento oficial para el desarrollo plantean interrogantes sobre la condicionalidad no muy diferentes a los analizados en el capítulo 4 en relación con el Fondo Monetario Internacional. Al respecto, en un reciente análisis del Banco Mundial referente a los programas de ajuste estructural, se llega a la conclusión de que la condicionalidad como tal no influye en absoluto en el éxito de dichos programas, de acuerdo con la evaluación que de ellos hace el propio Banco.⁸¹ Sin embargo, los resultados de la asistencia externa, de acuerdo con este análisis, no son independientes de las políticas macroeconómicas que adoptan los países. En particular, en aquellos que se han comprometido a aplicar buenas políticas económicas, la ayuda externa tiene un efecto neto positivo considerable sobre el crecimiento. En términos que se han vuelto familiares en la literatura sobre asistencia externa, la "propiedad" (*ownership*) de una buena política económica por parte de los países es el factor decisivo del éxito de los programas de esta naturaleza y la condicionalidad resulta enteramente ineficaz si no existe un compromiso nacional en este frente. Curiosamente, a partir de estas consideraciones, en el estudio mencionado del Banco Mundial se llega a la conclusión de que "los préstamos condicionados tienen sentido cuando las reformas cuentan con un fuerte

81. Banco Mundial (1998b), capítulo 2 y apéndice 2.

apoyo del país",⁸² la que sin duda resulta paradójica en el contexto en el cual se formula. Este estudio, al igual que el propio concepto de "propiedad" de las políticas de desarrollo, plantea más bien serias dudas sobre la justificación de la condicionalidad.

El último de los tres temas mencionados al inicio de este capítulo apunta a un aspecto que ha sido objeto de atención cada vez mayor en años recientes: la necesidad de contar durante las crisis con redes de protección social para los grupos más vulnerables. El hecho de que los sectores más pobres de la población se benefician sólo en forma marginal de las bonanzas de capitales, pero soportan parte importante de los costos de las crisis, justifica el énfasis que se ha puesto en este tema. El concepto de redes de protección ha sido objeto, sin embargo, de cierta confusión, ya que se utiliza tanto para referirse a los mecanismos de protección de los grupos sociales vulnerables durante las crisis como a instrumentos de seguridad social de más largo alcance. Aquí nos referimos al primer significado del término aunque, como veremos, la experiencia indica que los instrumentos específicos de apoyo a los grupos vulnerables en épocas de crisis deberían estar enmarcados en mecanismos de protección social más estables.

El instrumento específico que ha recibido mayor atención en los debates internacionales son los fondos sociales de emergencia. América Latina y el Caribe fue, de hecho, una de las regiones pioneras en el desarrollo de este tipo de mecanismo desde fines de los años ochenta. En muchos países, dichos fondos se transformaron con el tiempo en fondos de inversión social, lo que de paso implicó la sustitución del objetivo de manejo de los efectos sociales de las crisis por el de superación de la pobreza crítica. Las evaluaciones realizadas sobre la eficacia de estos mecanismos, tanto en nuestra región como en el resto del mundo en desarrollo, no han sido, en general, favorables.⁸³ Sus aspectos positivos más importantes han sido la introducción de algunas innovaciones en la política social, en particular nuevos mecanismos de focalización de los recursos y de participación de la sociedad civil en la aplicación de la política social. Sin embargo, los recursos que se han asignado a estos fondos han resultado en general insuficientes, en muchas ocasiones han desplazado financiamiento para

82. Banco Mundial (1998b), p. 48.

83. Véase, en especial, Cornia (1999). Véanse también CEPAL (1998b, cap. VI); Graham (1994) y Lustig (1997).

programas sociales regulares, su focalización no ha sido siempre adecuada y, sobre todo, sus efectos, tanto en términos de protección de grupos vulnerables durante las crisis como de superación de pobreza crítica (cuando esta última se ha definido como su propósito) han sido muy limitados. En cuanto a su utilización como instrumento de manejo de las crisis, cabe señalar que el desarrollo de fondos de emergencia en América Latina y el Caribe durante los años ochenta tuvo lugar mucho después de iniciada la crisis y, por ende, su capacidad para paliar sus efectos fue marginal.

Existen, por supuesto, otros instrumentos que también han sido utilizados como mecanismos de protección social en el mundo en desarrollo: algunos casos de seguro de desempleo, el principal instrumento de este tipo en los países industrializados; planes de emergencia de creación de empleo o de ejecución de obras públicas con uso intensivo de mano de obra, que pueden ejecutarse o no a través de fondos de emergencia o de inversión social; programas en los cuales se combina la capacitación con complementación del ingreso, y algunos de provisión de alimentos. Durante la crisis actual han surgido algunas innovaciones, entre otras programas de subsidio a los hogares pobres con niños en edad escolar, orientados a garantizar que los niños se mantengan en el sistema educativo durante la crisis, y la provisión de apoyo especial a los desempleados para evitar que pierdan su vivienda (a veces también denominados "seguros de desempleo"). Dada la heterogeneidad de los mercados de trabajo de los países en desarrollo, posiblemente se deba utilizar un combinación de estos instrumentos.⁸⁴ Aunque el foco central deben ser los sectores más pobres de la población, tal vez convenga resaltar que los grupos objetivo de las redes de protección no son en todos los casos dichos sectores sociales. Por su misma naturaleza, los seguros de desempleo estarán orientados a quienes han cotizado en el sistema correspondiente, que pertenecen necesariamente a la fuerza de trabajo más formal. A su vez, uno de los grupos más vulnerables al desempleo abierto durante las crisis, los jóvenes con niveles medios de educación, no pertenecen necesariamente a los sectores más pobres de la población, pero deben ser apoyados a través de programas de capacitación o de empleo.

84. Esto es lo que sugiere, por ejemplo, Márquez (1999).

En cualquier caso, como se destaca en un excelente análisis reciente del tema,⁸⁵ existen dos requisitos esenciales para el éxito de cualquier red de protección social exitosa. En primer término, debe enmarcarse en un esquema institucional **permanente**, que cuente con personal especializado para ejecutar el programa, mecanismos de elegibilidad, una cartera de proyectos y prácticas establecidas para evaluarlos, entre otras cosas. Sólo un esquema institucional permanente permite, en efecto, que la cobertura de los programas responda sin rezago a las necesidades de protección durante las crisis. En segundo lugar, los programas correspondientes deben estar adecuadamente financiados. Esto significa que deben convertirse en un objetivo prioritario del financiamiento de los bancos de desarrollo, un hecho que ha sido destacado en análisis recientes. Sin embargo, esto significa también que el gasto público tendrá necesariamente un componente anticíclico, lo que sólo es posible, sin dar origen a ineficiencias en el manejo del resto de dicho gasto, si la política fiscal como un todo se torna también anticíclica. Este hecho no ha sido reconocido debidamente en los debates en curso. En términos del análisis del capítulo anterior, las redes de protección social deben ser, junto con los fondos de estabilización de ingresos públicos, los dos instrumentos básicos de manejo anticíclico de las finanzas públicas a lo largo del ciclo económico.

85. Cornia (1999).

ANEXO

HACIA UNA NUEVA ARQUITECTURA FINANCIERA INTERNACIONAL

INFORME DEL GRUPO DE TRABAJO DEL
COMITÉ EJECUTIVO DE ASUNTOS ECONÓMICOS Y SOCIALES
DE LAS NACIONES UNIDAS

21 DE ENERO DE 1999

NOTA EXPLICATIVA

La creación del Comité Ejecutivo encargado de coordinar la labor de las entidades de las Naciones Unidas que desempeñan funciones en áreas conexas fue un importante componente del proceso de reforma iniciado por el Secretario General a comienzos de 1997. El propósito de la medida era realzar la eficacia y la coherencia de esas funciones y, por consiguiente, del valor de la Secretaría para la comunidad internacional.

El presente informe, "Hacia una nueva arquitectura financiera internacional", es el producto de la colaboración y coordinación de los integrantes del Comité Ejecutivo de Asuntos Económicos y Sociales de las Naciones Unidas¹ y refleja la posición conjunta de la Secretaría de las Naciones Unidas en las áreas económica y social y esferas conexas sobre un tema de urgente actualidad. El informe fue elaborado por un grupo

1. El Comité Ejecutivo está integrado por el Departamento de Asuntos Económicos y Sociales (DESA), la Comisión Económica para Europa (ECE), la Comisión Económica y Social para Asia y el Pacífico (CESPAP), la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), la Comisión Económica para África (CEPA), la Comisión Económica y Social para Asia Occidental (CESPAO), la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD), el Programa de las Naciones Unidas para el Medio Ambiente (PNUMA), el Centro de las Naciones Unidas para los Asentamientos Humanos (Hábitat), la Oficina de Fiscalización de Drogas y de Prevención del Delito de las Naciones Unidas, la Oficina del Alto Comisionado de las Naciones Unidas para los Derechos Humanos, el Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD), la Universidad de las Naciones Unidas (UNU), el Instituto Internacional de Investigaciones y Capacitación para la Promoción de la Mujer (INSTRAW), el Instituto de las Naciones Unidas para la Formación Profesional y la Investigación (UNITAR) y el Instituto de Investigaciones de las Naciones Unidas para el Desarrollo Social.

de trabajo establecido específicamente con tal objeto y encabezado por el Sr. José Antonio Ocampo, Secretario Ejecutivo de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe. El documento, que se centra en la prevención y el manejo de las crisis financieras, es el primero de una serie de informes sobre políticas que el Comité Ejecutivo se propone producir en los próximos meses. En los futuros informes se analizarán, entre otros, temas tales como la deuda externa, las finanzas y el desarrollo y las dimensiones sociales de la política macroeconómica. El presente informe del Comité Ejecutivo debe considerarse como un primer aporte significativo al debate sobre estas materias.

1. La crisis financiera internacional y la necesidad de reforma

Lo acontecido a nivel mundial desde mediados de 1997, y sus precedentes en los años ochenta y noventa, han puesto de manifiesto en forma dramática que el actual sistema financiero internacional es incapaz de proteger a la economía mundial de las intensas y frecuentes crisis financieras, cuyos efectos reales son devastadores. Las autoridades de los países desarrollados ya han respondido a la rápida difusión de la actual crisis financiera internacional que se ha extendido desde el este y sudeste asiático a las demás economías en desarrollo y en transición, e incluso al mundo industrializado, con declaraciones y decisiones en las que se reconoce que, efectivamente, se trata de la mayor amenaza de este tipo que se ha producido en más de medio siglo. Esta amenaza se ha reflejado en las sucesivas y pronunciadas revisiones a la baja de las proyecciones del crecimiento económico mundial en el último año y medio.

Ante todo, la crisis es un reflejo de la tendencia de los mercados financieros a pasar por ciclos agudos de auge y colapso. En los períodos de auge financiero, prestatarios y prestamistas subestiman los riesgos de un alto nivel de endeudamiento, y la gravedad de ello sólo se aprecia luego, al producirse las caídas y pánicos. Esta volatilidad es inherente al funcionamiento de los mercados financieros. Refleja las imperfecciones de los flujos de información, así como cambios radicales en su interpretación y drásticas modificaciones en las expectativas, a medida que se recibe nueva información; estos cambios pueden ser graves, dada la incertidumbre que caracteriza las decisiones intertemporales propias de las transacciones financieras. La liberalización de los flujos financieros

entre países industrializados y algunos países en desarrollo, la flotación de los tipos de cambio, las innovaciones en el ámbito financiero y en las técnicas de comunicación han contribuido en las últimas décadas a aumentar no sólo las transacciones financieras sino también la volatilidad.

La situación presente ha demostrado, asimismo, y en forma muy ostensible en esta ocasión, que las crisis financieras son contagiosas; que, en casos de pánico, los mercados no saben distinguir entre economías con fundamentos sólidos y economías débiles y, por lo tanto, tienden a transmitir las dificultades a países que se encuentran en buenas condiciones en cuanto a su estructura económica y a su gestión macroeconómica. La principal causa del contagio es que en los mercados financieros internacionales se concentran participantes que aplican los mismos criterios a todos los países. En varios casos, la difusión de las crisis financieras se debe a que inversionistas fuertemente apalancados, al haber experimentado pérdidas en un mercado, venden activos rentables en otro país para cubrir sus posiciones; algo similar pueden hacer los bancos de inversiones y los fondos mutuos, a fin de disponer de mayor liquidez para responder a posibles retiros de depósitos por parte de sus clientes.

Las economías en desarrollo y en transición han sido muy vulnerables a la volatilidad financiera y al contagio. Han sido particularmente propensas a períodos de acelerada expansión y diversificación de los flujos financieros, que suelen ser sucedidas de reversiones abruptas. La liberalización prematura y apresurada de la cuenta de capitales, la fragilidad de la estructura financiera interna, y la debilidad de la regulación y la supervisión financieras, han acentuado este patrón. Los auges financieros prolongados generan fuertes presiones sobre la demanda agregada interna, y éstas llevan a la imposibilidad de mantener los equilibrios macroeconómicos durante el período inmediatamente posterior de contracción. Los auges también tienden a debilitar las estructuras financieras debido a la tendencia a subestimar la acumulación de riesgos. En tales circunstancias, el movimiento descendente que se produce puede conducir a una crisis financiera nacional, que absorbe gran parte de los escasos recursos disponibles para actividades de desarrollo, y tiene durante varios años graves consecuencias para la actividad económica y la inversión. Así, el impacto de las crisis financieras en la economía real es muy superior al que se produciría en una economía de mercado desarrollada.

Las crisis de deuda externa y las crisis financieras internas tienen a su vez un altísimo costo social. De hecho, un alto porcentaje del costo del

ajuste ante las crisis de endeudamiento recae en los sectores pobres de la sociedad, que sólo reciben beneficios marginales de los auges financieros. Estos costos tienden a recaer en forma desproporcionada en las mujeres y los niños. Lo ocurrido en muchos países en desarrollo de varias regiones del mundo también indica que los efectos sociales de las crisis de endeudamiento siguen percibiéndose varios años después de iniciada la reestructuración y la recuperación económicas. La experiencia de América Latina a partir de los inicios de los años ochenta es muy reveladora en tal sentido. La evidencia preliminar disponible indica que algo similar está ocurriendo en las naciones del Asia oriental y sudoriental.

Por último, la reciente crisis ha puesto de manifiesto un problema fundamental de la economía global: *la enorme discrepancia que existe entre un mundo financiero internacional cada vez más sofisticado y dinámico, con rápida globalización de las carteras financieras, y la ausencia de un marco institucional capaz de regularlo*. En pocas palabras, las instituciones actuales no son las adecuadas para enfrentar la globalización financiera. Lo dicho vale para las instituciones del plano internacional, que han mostrado importantes deficiencias en cuanto a la consistencia de las políticas macroeconómicas, al manejo de la liquidez, y a la supervisión y regulación financieras. Vale también para las instituciones nacionales, incluso en los países industriales, cuando se trata de enfrentar la globalización. La deficiencia sistémica, y la consiguiente amenaza de nuevas crisis futuras, han puesto de relieve, por lo tanto, la necesidad de reformar de manera integral el sistema financiero internacional, con miras a evitar costosas crisis y a poder manejarlas mejor cuando se produzcan. De esta forma, se lograría mejorar las perspectivas económicas y sociales en todo el mundo.

2. La necesidad de adoptar medidas urgentes

Para impedir que se agrave la actual crisis, urge que los principales países industriales y la comunidad internacional adopten medidas inmediatas. Hay evidencias de que la economía mundial ha venido experimentando una desaceleración muy fuerte, que puede agudizarse si no se maneja en forma adecuada. Japón atraviesa por la peor recesión que ha conocido desde la guerra; gran parte de los países del Asia oriental y sudoriental están sumidos en una depresión; Rusia se encuentra en una fuerte

depresión; el crecimiento de América Latina se ha paralizado, y en los mercados internacionales se observa una baja de los precios de los productos básicos y de varios productos manufacturados. Respaldamos, por lo tanto, la declaración del Grupo de los Siete sobre la necesidad de hacer frente a la amenaza de recesión mundial, la decisión de reducir las tasas de interés adoptada en los últimos meses por los bancos centrales de los Estados Unidos y los países de Europa occidental, y asimismo el importante estímulo fiscal anunciado por Japón y su decisión de hacer frente a la crisis financiera interna. Sin embargo, las autoridades de los países industriales deben mantenerse en estado de alerta. De hecho, aún subsiste el riesgo de cambios desfavorables, y podría ser que las políticas vigentes no basten para impedir que la economía mundial caiga en una recesión. Puede ser necesario entonces que otras economías industrializadas, además de Japón, adopten políticas fiscales expansionistas. También es esencial un buen funcionamiento de las normas de apertura comercial del sistema internacional, a fin de que las economías en proceso de ajuste puedan reducir su déficit comercial o acumular un superávit con las economías industrializadas más vigorosas.

Con pleno respaldo de la comunidad internacional, el Fondo Monetario Internacional debe crear fondos para contingencias para asistir a los países actualmente afectados o contagiados por la crisis, y también a los que puedan convertirse en el futuro en víctimas de las crisis financieras mundiales. Entre estos últimos podrían estar los países indirectamente afectados por las crisis a través del comercio y los precios de los productos básicos, en particular los países africanos y asiáticos de bajos ingresos. Por esto, acogemos con beneplácito tanto la declaración como las recientes medidas del Grupo de los Siete orientadas a garantizar un adecuado financiamiento de contingencia, completando la suscripción del aumento de las cuotas del Fondo Monetario Internacional y los Nuevos Acuerdos para la Obtención de Préstamos, así como el compromiso de complementar los recursos del Fondo en caso necesario. Además, como se indica más adelante, es fundamental que este nuevo tipo de financiamiento de contingencia, que debe hacerse efectivo **antes** de que se agoten las reservas internacionales, se torne en un componente estable del nuevo orden financiero internacional y que se garantice la disponibilidad inmediata de fondos cuando se requieran. Evidentemente, los países en desarrollo y en transición deben estar dispuestos a adoptar las políticas necesarias de ajuste, tal como la mayoría de ellos lo

ha venido haciendo durante la crisis reciente. En los paquetes de rescate y, en general, en las políticas de ajuste se debe otorgar particular énfasis a la distribución equitativa y progresiva de los costos del ajuste. El diseño de redes de protección social equitativas en términos de género es especialmente necesario para garantizar que éstos no recaigan en forma desproporcionada en los pobres y las mujeres.

3. La reforma de la arquitectura financiera internacional

A más largo plazo, hay que realizar reformas profundas de la arquitectura financiera internacional. El sistema financiero internacional es un conjunto orgánico, que exige la aplicación de un enfoque integral. Por consiguiente, la reforma debe comprender un conjunto de elementos interrelacionados relativos al manejo de la liquidez internacional, a la consistencia global de las políticas macroeconómicas y a las regulaciones financieras, todo lo cual sienta las bases para prevenir y manejar las crisis financieras; asimismo, debe extenderse al financiamiento para el desarrollo y a la solución de los problemas de endeudamiento externo aún pendientes. En el presente informe se analizan temas monetarios y financieros que corresponden al primer grupo, aunque también se ofrecen sugerencias sobre temas conexos y más amplios.

En lo que respecta al primer grupo de temas, cabe insistir en que el sistema actual no cuenta con los medios necesarios para evitar crisis financieras, y tiene una limitada capacidad para hacerles frente. Es urgente abordar reformas en seis esferas fundamentales:

- Mayor consistencia de las políticas macroeconómicas a nivel global;
- Reformas del Fondo Monetario Internacional, con miras a proporcionar liquidez internacional adecuada en épocas de crisis;
- Adopción de códigos de conducta, mejores flujos de información, y fortalecimiento de la supervisión y la regulación financieras a nivel nacional e internacional;
- Mantenimiento de la autonomía de las economías en desarrollo y en transición en el manejo de la cuenta de capitales;
- Incorporación de disposiciones relativas a la suspensión internacional de pagos (*standstill*), con anuencia internacional, del servicio de la deuda, en las operaciones internacionales de préstamo;

- Diseño de una red de organizaciones regionales y subregionales que apoyen el manejo monetario y financiero internacional.

Es importante hacer hincapié en que estas reformas están interrelacionadas. De hecho, queda en claro que concentrarse en sólo algunas de ellas, o en una sola, no conduciría a un sistema mundial equilibrado, ni en términos de capacidad de evitar o manejar las crisis ni en términos de una participación equitativa de todos los miembros de la comunidad internacional.

Cabe insistir en que cualquier reforma al sistema financiero internacional debe ser ampliamente discutida por todos los países, y debe tener una agenda claramente definida, que incluya todos los temas esenciales. El proceso debe asegurar la debida representación de los intereses de todos los grupos de economías en desarrollo y en transición, incluso los países pobres y pequeños. Las Naciones Unidas, como foro universal y como el foro internacional más democrático que existe, debe tener una importante participación en estos debates y en el diseño del nuevo sistema.

4. Mayor consistencia de las políticas macroeconómicas a nivel global

La crisis ha puesto en evidencia la necesidad de reforzar la coherencia de las políticas macroeconómicas de los países industriales, con el objeto de evitar los sesgos inflacionarios y deflacionarios a nivel global. El diseño de instituciones y políticas internacionales debe incluir, en primer término, incentivos efectivos para que las autoridades nacionales del mundo industrializado mantengan sus economías en un punto cercano al pleno empleo, evitando al mismo tiempo la inflación. Los efectos serán favorables no sólo para esas economías sino también para el mundo en general. Cabe insistir en que el principal objetivo de la consistencia en este plano debe ser la coherencia global de una serie de políticas nacionales interrelacionadas, y no la adopción de decisiones idénticas, dado que las presiones inflacionarias o deflacionarias no serán necesariamente las mismas en un momento dado en los distintos países. Para lograr este objetivo, se hace necesaria una supervisión más eficaz de las políticas nacionales por parte del FMI y las instituciones regionales y subregionales. Esta debería ser amplia en sus objetivos y tener carácter

preventivo; le correspondería advertir casos de posible desempleo o de desaceleración del crecimiento, como también de presiones inflacionarias reflejadas en la evolución de los precios internos de bienes, servicios y activos, o en el deterioro de los equilibrios externos.

Debe discutirse cuál es la institución o el conjunto de instituciones más adecuadas para garantizar tal consistencia. Se ha propuesto tanto dar mayores atribuciones en materia de política al Comité Provisional del FMI como ampliar el Grupo de los Siete, integrando representantes de países en desarrollo y en transición. También cabe discutir la naturaleza de las relaciones de poder que sirven de fundamento a estos órganos. Por ello, las propuestas indicadas deben considerarse en el marco de la necesidad de fortalecer el Consejo Económico y Social, tal como lo señala el informe del Secretario General titulado "Renovación de las Naciones Unidas: un programa de reforma", con miras a que este Consejo pueda ejercer un liderazgo político y fomentar un amplio consenso en asuntos económicos internacionales. El mandato necesariamente más amplio de este Consejo debería luego compatibilizarse con los del órgano encargado específicamente de velar por la consistencia de las políticas macroeconómicas. Como se señala más adelante, un conjunto de instituciones regionales, entre cuyos objetivos estén la coordinación y la supervisión macroeconómicas, tendrían también la ventaja de contribuir a un orden mundial más equilibrado.

Las políticas macroeconómicas, entre ellas las decisiones de los bancos centrales, deberían estar sujetas a un escrutinio público, a fin de garantizar un adecuado equilibrio entre sus múltiples objetivos (sobre todo los relativos al empleo y el crecimiento, por una parte, y a la inflación y la balanza de pagos, por otra). Por las mismas razones, el FMI también debería someterse a similar escrutinio público, con evaluaciones independientes capaces de llevar a un mejoramiento pragmático de las políticas y una clara rendición de cuentas.

5. Reformas del Fondo Monetario Internacional, con miras a proporcionar liquidez internacional adecuada en épocas de crisis

El manejo de la liquidez internacional es muy importante para evitar y prevenir el contagio de las crisis financieras, y para reducir sus efectos económicos desfavorables. La creación de un auténtico "prestamista

internacional de última instancia" (es decir, de un banco central mundial), podría facilitar el logro de estos objetivos, pero aún no están dadas las condiciones para una reforma tan drástica de la actual estructura institucional. Los países no están dispuestos actualmente a aceptar la menor autonomía económica y la mayor intervención en sus políticas internas a que ello conduciría. Aún así, se puede hacer mucho para mejorar el funcionamiento del FMI con miras a orientarlo efectivamente en esa dirección. Hoy en día, el Fondo no cuenta con recursos adecuados; se desempeña más como organizador de operaciones de rescate que como proveedor de fondos; no siempre ajusta en forma apropiada las condiciones impuestas para el uso de sus fondos a los problemas que afectan a los países, y dispone de una capacidad muy limitada para evitar los efectos de contagio.

No obstante, el Fondo Monetario podría adoptar medidas para moderar la propagación de las crisis financieras. En primer lugar, en aquellos casos en que el contagio se debe a la contracción de la demanda de productos de exportación y la baja de sus precios, tiene facultades para otorgar préstamos con baja condicionalidad, a través del Servicio de Financiamiento Compensatorio y para Contingencias. Este servicio debería utilizarse más activamente y disponer de recursos en una proporción mayor de las cuotas de los países. No obstante, es previsible que en períodos de crisis la mayor parte de la demanda que reciba el Fondo provenga de países con problemas en la cuenta de capitales. Por consiguiente, los nuevos mecanismos de financiamiento de contingencia deberían sentar las bases para un servicio estable, con baja condicionalidad, a disposición de los países afectados por el contagio. Deberían definirse de antemano los requisitos para optar a él, y verificar si los países solicitantes los cumplen en el marco de las consultas previstas en el artículo IV del Convenio Constitutivo del Fondo. En caso de cumplirlos, éstos recibirían fondos con baja condicionalidad, aunque a tasas de interés más altas y a plazos más cortos que los de los préstamos tradicionales del FMI. Entre los criterios considerados podría incluirse una serie de indicadores, tales como los de déficit en cuenta corriente; evolución del tipo de cambio; relación entre deudas a corto plazo y reservas; y relación entre entradas de capitales a corto plazo y de cartera, por una parte, y las exportaciones o el PIB, por otra.

Para que el Fondo esté en condiciones de dar una mayor estabilidad al sistema financiero internacional, habría que incrementar su dotación

de recursos. En este contexto, cabe considerar tres posibilidades. La primera es la definición de mecanismos eficaces y rápidos que amplíen su acceso a fondos oficiales en épocas de crisis. En segundo término, se le podría autorizar a captar recursos directamente en los mercados financieros en tales circunstancias. En tercer lugar, y ésta es posiblemente la alternativa más importante, cuando varios miembros del Fondo se vean afectados por problemas financieros se podría recurrir a derechos especiales de giro. Los derechos así creados se eliminarían a medida que se cancelaran los préstamos. Estos mecanismos facilitarían el aumento de la liquidez en situaciones de crisis, prescindiendo de las difíciles negociaciones sobre alza de las cuotas o facilidades crediticias. Además, los acuerdos para la obtención de préstamos vigentes tienen la desventaja de aplicarse exclusivamente en casos de amenaza sistémica y previa aprobación de los proveedores de recursos, lo que retarda la provisión de dinero al Fondo y a los países que se encuentran en dificultades. De hecho, el uso anticíclico de los derechos especiales de giro para hacer frente a ciclos financieros debería formar parte de un proceso más amplio destinado a incentivar el empleo de éstos como una divisa internacional adecuada en un mundo globalizado.

La condicionalidad del Fondo Monetario es legítima cuando se trata de giros a países con problemas de balanza de pagos derivados de la aplicación de políticas macroeconómicas inadecuadas; también lo es en el caso de fondos que superan el volumen previsto en las ya mencionadas facilidades automáticas con baja condicionalidad, en caso que un país se vea afectado por una crisis de origen externo en la cuenta corriente o de capitales. Sin embargo, el FMI debería limitar su condicionalidad a los factores macroeconómicos considerados como criterios básicos para el acceso a sus recursos en el pasado. Cuando se consideren inadecuadas la regulación y la supervisión financiera internas, también se podría recomendar —o exigir— la suscripción de un acuerdo paralelo con las autoridades internacionales pertinentes (véase la sección 6). No cabría extender la condicionalidad a áreas relacionadas con las estrategias e instituciones de desarrollo económico y social que, por su misma naturaleza, deben ser determinadas por las autoridades nacionales legítimas, sobre la base de un amplio consenso social. De hecho, en casos de crisis, la imposición de cambios estructurales e institucionales ajenos a la situación nacional o al consenso nacional puede crear inestabilidad, ya sea económica y política, nacional e internacional. Asimismo, tiende a debilitar el

consenso internacional en que se sustenta la propia existencia del Fondo Monetario. La condicionalidad no debería aplicarse a áreas de competencia de otros acuerdos e instituciones internacionales, como la Organización Mundial del Comercio. En vista de que el FMI no cuenta con un mandato relativo a la convertibilidad de la cuenta de capitales (y, como se explica más adelante, no debería tenerlo en el futuro en lo que respecta a las economías en desarrollo y en transición), dicha convertibilidad no debería considerarse tampoco requisito para el acceso a los recursos del Fondo.

Asimismo, la condicionalidad no debería utilizarse para obligar a un país a adoptar un determinado régimen cambiario. En las últimas décadas, las experiencias de los países industriales y también de los países en desarrollo y en transición indican que el actual sistema mundial da cabida a una amplia gama de regímenes, desde cajas de conversión hasta la absoluta flexibilidad cambiaria, incluidos regímenes intermedios como la paridad móvil, las bandas cambiarias y la flotación regulada. Debe quedar muy en claro para las autoridades nacionales, sin embargo, que debe existir consistencia entre el régimen cambiario que adopten y las políticas fiscal y monetaria, que varían según cuál sea el régimen elegido, y que también puede ser necesario introducir medidas complementarias. Así, los regímenes de tipo de cambio fijo exigen mayor disponibilidad de reservas internacionales, en tanto que los regímenes intermedios suelen exigir una intervención más activa en el manejo de la cuenta de capitales. Al parecer, entonces, el pragmatismo es el enfoque más adecuado en este campo.

Por último, para evitar sobreajustes, el Fondo Monetario debería generalizar prácticas para reducir en forma automática el grado de restricción del ajuste acordado con un país prestatario, en aquellos casos en que la contracción de la actividad económica supere claramente las previsiones originales del respectivo programa.

*6. Adopción de códigos de conducta, mejores flujos de información,
y fortalecimiento de la supervisión y la regulación financieras a nivel
nacional e internacional*

En el debate actual existe consenso con respecto a la necesidad de adoptar códigos internacionales de conducta en materia fiscal, monetaria y

financiera, principios adecuados de manejo corporativo, estándares contables más estrictos, mayor disponibilidad y transparencia de la información sobre políticas y datos económicos y financieros, y mejor supervisión y regulación financieras. En esto deben incluirse normas internacionales que permitan combatir el lavado de dinero y activos, así como la corrupción y la evasión tributaria. Estas iniciativas deben ser consistentes con lo dispuesto en los principales instrumentos internacionales de derechos humanos adoptados por las Naciones Unidas, en especial el Pacto Internacional de Derechos Económicos, Sociales y Culturales.

Estos acuerdos, tanto existentes como proyectados, forman parte de un esfuerzo encomiable, destinado a dotar de mayor transparencia a las políticas públicas en todo el mundo. También desempeñan un papel esencial en el manejo de riesgos y la prevención de crisis. Por lo tanto, acogemos con satisfacción las iniciativas del Fondo Monetario Internacional, el Banco Mundial, la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos, el Banco de Pagos Internacionales, la Organización Internacional de Comisiones de Valores y otras instituciones relevantes en estas áreas.

El papel central que juegan la regulación y supervisión financieras en el manejo de riesgos y la prevención de crisis debe ser destacado. El desarrollo de mecanismos de regulación y supervisión que respondan más adecuadamente a los mercados globalizados de capital y créditos privados que existen hoy en día, son por ello un componente fundamental de la nueva arquitectura financiera internacional. Estos mecanismos deben ser de carácter global, en el sentido de incluir a todos los países (sobre todo los países de origen de los recursos), como también a las instituciones y los mercados financieros, para así evitar las lagunas y las asimetrías en materia de regulación. No obstante, debe prestarse debida atención a las distintas estructuras y tradiciones nacionales en el ámbito de la regulación y la supervisión financieras.

La formulación de normas mínimas sobre regulación y supervisión financieras debe complementarse con una regulación de carácter global. En este ámbito, cabe destacar la importante recomendación de crear una autoridad financiera mundial, o un comité permanente de regulación financiera mundial, que reciba el mandato de formular las normas internacionales necesarias sobre regulación y supervisión financieras, y de supervisar su adopción a nivel nacional. Una institución de esa naturaleza podría surgir sobre la base de otras ya existentes, como el Banco de

Pagos Internacionales y la Organización Internacional de Comisiones de Valores. La aplicación de esta propuesta requeriría ampliar estas organizaciones a la participación de un número mucho mayor de países. Otras alternativas posibles se basarían en el fortalecimiento de las instituciones existentes, que se abrirían a nuevos países; en la fiscalización por parte de los pares, y en la creación de nuevas organizaciones regionales y subregionales.

Las normas prudenciales mínimas no deben abarcar sólo las transacciones bancarias sino también, debido al progresivo debilitamiento de la tradicional compartimentalización de las actividades de la industria financiera, nuevos actores que participan en los mercados financieros, incluidos los fondos de cobertura y los fondos mutuos. Los Principios Básicos para una Efectiva Supervisión Bancaria, del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, relativos a las operaciones bancarias internacionales y la supervisión consolidada, tendrían que formularse en detalle y convertirse urgentemente en una norma de aplicación uniforme en todos los países que participen en transacciones financieras transfronterizas. Con ello se contribuiría en gran medida a impedir los riesgos sistémicos a nivel internacional y a controlar diversos riesgos en el plano nacional. Asimismo, en un proceso de reforma de mayor alcance, también se debería prestar consideración a normas para evitar prácticas restrictivas y para fortalecer la integridad en los mercados nacionales, así como la liquidación y pago seguros del creciente volumen de transacciones internacionales.

En el caso de los países industriales, apoyamos la declaración del Grupo de los Siete del 30 de octubre de 1998, relativa a la necesidad de examinar "las consecuencias de las operaciones de las organizaciones financieras internacionales fuertemente apalancadas, incluidos los fondos de cobertura y las instituciones extraterritoriales (*off shore*)", como también sobre la necesidad "de fomentar el cumplimiento de las normas acordadas a nivel internacional por parte de los centros extraterritoriales". En los países en desarrollo y en transición, la aplicación de los Principios Básicos debería ser complementada por un significativo esfuerzo para mejorar la regulación y supervisión nacionales de los bancos y otros intermediarios financieros. En términos más amplios, los riesgos implícitos en la expansión del crédito, la compatibilización de activos y pasivos tanto en cuanto a sus monedas de denominación como en su estructura temporal, y la valoración de los activos inmobiliarios dados

como garantía durante episodios de inflación de los precios de éstos, exigen minuciosas definiciones que concuerden con los Principios Básicos.

Los cambios en las variables macroeconómicas fundamentales—sobre todo las tasas de interés y los tipos de cambio— influyen notablemente en la estabilidad de los bancos, especialmente en los países en desarrollo y en transición, donde pueden fluctuar muchísimo; el carácter impredecible de estas variables debe tomarse en cuenta al formular normas de regulación y supervisión prudenciales. En particular, señala la necesidad de imponer requisitos más estrictos de capitalización en esos países, los que deben aumentar en períodos de euforia financiera, tomando en cuenta los mayores riesgos financieros en que están incurriendo los intermediarios. Dadas las graves externalidades macroeconómicas que acarrea la exposición al riesgo sin cobertura por parte de las empresas no financieras, cabe también sostener que las autoridades de las economías en desarrollo y en transición deben vigilar los balances de éstas e imponerles límites o exigencias similares.

Las entidades de clasificación de riesgos son las principales instituciones privadas responsables de proporcionar información a los inversionistas. Su desempeño durante la crisis reciente dista de ser satisfactorio. La inclusión de elementos “subjetivos” en su evaluación de los riesgos soberanos ha dado origen a un patrón procíclico de evaluación del riesgo, que tiende primero a fomentar inversiones excesivas en las economías en desarrollo y en transición y, luego, un masivo y abrupto retiro de capitales. De este modo, en lugar de atenuar los ciclos financieros —que es el efecto deseable de un buen sistema de información en los mercados— han tendido a intensificarlos. Por consiguiente, la clasificación del riesgo soberano debería someterse a parámetros estrictos y objetivos, de público conocimiento.

La transparencia de la información y el perfeccionamiento de la regulación y la supervisión son evidentemente importantes; sin embargo, no son en modo alguno infalibles como instrumento de prevención de las crisis financieras, por cuanto también pueden verse afectados por factores macroeconómicos y de otra índole. Además, las prácticas de regulación y supervisión suelen quedar desfasadas en un mundo de constantes innovaciones financieras, y pueden a su vez también inducir innovaciones. Tampoco cabe subestimar los problemas de información que enfrentan las instancias supervisoras. Por lo tanto, en todo marco regulatorio habría que otorgar particular importancia a los controles

internos de los bancos y otros intermediarios financieros, así como a sus propios sistemas de manejo de los riesgos.

Es indudable que el principio de transparencia de la información también debería aplicarse a las instituciones internacionales, aunque evidentemente no deben ponerse en un mismo plano la información que éstas generan y sus **opiniones** sobre las políticas de los países.

7. Mantenimiento de la autonomía de las economías en desarrollo y en transición en el manejo de la cuenta de capitales

En los últimos años algunos de los principales países industrializados han abogado en varios foros —entre ellos la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos, la Organización Mundial del Comercio y el Fondo Monetario Internacional— por una liberalización generalizada de la cuenta de capitales. Esta idea contrasta con la evolución histórica de la mayoría de esos mismos países, que incluye extensos períodos de control de capitales y una liberalización muy gradual de dicha cuenta en las últimas décadas. Además, la actual crisis financiera ha demostrado claramente que una liberalización abrupta o prematura de la cuenta de capitales es inadecuada en el caso de economías en desarrollo o en transición, hecho que ahora se reconoce ampliamente. La existencia de sistemas financieros sólidos, así como de sistemas de regulación y supervisión fuertes, en el plano nacional, es un elemento fundamental para asegurar una adecuada liberalización. Sin embargo, aun cuando esto es cierto, es difícil para las economías en desarrollo y en transición que liberalizan la cuenta de capitales adaptarse a las condiciones creadas por flujos internacionales volátiles, que de hecho pueden debilitar o destruir dichos fundamentos. Los ciclos de auge y colapso suelen vincularse a flujos de capital de cartera y de corto plazo, por lo que no sólo la magnitud de los flujos sino también su **composición** contribuyen a crear vulnerabilidad externa.

En estas circunstancias, las economías en desarrollo y en transición deben conservar el derecho a desincentivar o controlar la entrada de capitales, sobre todo en períodos de gran afluencia, y de hacer otro tanto con respecto a la salida de capitales en casos de graves crisis. La adopción de una actitud flexible en este ámbito es evidentemente preferible a la convertibilidad obligatoria de la cuenta de capitales, por lo que convendría analizar las mejores prácticas aplicadas en estas áreas, a fin

de reproducirlas cuando sea necesario. Entre ellas podrían estar la imposición de encajes a las entradas de capitales de corto plazo, de diversos impuestos para desincentivarlas, y de requisitos sobre plazos mínimos o liquidez a los bancos de inversión y los fondos mutuos interesados en invertir en un país. Podrían incluirse también, en forma complementaria, regulaciones prudenciales a las instituciones financieras nacionales, tales como encajes o requisitos de liquidez más elevados a los depósitos a corto plazo en el sistema financiero, que se manejen en forma anticíclica, y límites al precio de los activos empleados como garantía en períodos de expansión económica. Los mecanismos orientados a garantizar una adecuada estructura de plazos del endeudamiento externo (e incluso interno) del sector público también son complementos fundamentales. Mientras los mercados financieros sigan siendo volátiles y la estructura económica interna débil, todos estos instrumentos no deben considerarse temporales sino **permanentes**. Al mismo tiempo, deben emprenderse paralelamente reformas para desarrollar los segmentos de largo plazo de los mercados internos de capitales.

Por consiguiente, el mantenimiento de la autonomía de las economías en desarrollo y en transición para manejar la cuenta de capitales debe formar parte del actual debate sobre la ampliación del mandato del Fondo Monetario para incluir la convertibilidad de la cuenta de capitales; también debe tomarse en cuenta en los posibles debates futuros sobre los acuerdos multilaterales de inversión, incluyendo aquél que se está negociando en el marco de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos. Debe dejarse en claro que toda liberalización ambiciosa de la cuenta de capitales de las economías en desarrollo y en transición exigiría reformas igualmente ambiciosas en otras áreas de la arquitectura financiera internacional, especialmente la creación de un auténtico y eficaz mecanismo de "prestamista de última instancia", tema que, como ya se ha dicho, no figura entre las prioridades de la agenda actual.

8. Incorporación de disposiciones relativas a la suspensión internacional de pagos (standstill), con anuencia internacional, del servicio de la deuda, en las operaciones internacionales de préstamo

La suspensión, con anuencia internacional, del servicio de la deuda (*standstill*), es una buena alternativa a la fuga desordenada de capitales,

cuando un país comienza a mostrar síntomas de grave iliquidez internacional. La fuga de capitales no sólo es negativa para los países deudores, sino también para la mayoría de los acreedores. A través de una depreciación caótica del tipo de cambio y el alza de las tasas de interés, la fuga de capitales agrava la situación de las empresas y los bancos nacionales, acentuando las posibilidades de transformar un problema de iliquidez en un problema de insolvencia. En el plano interno, aumenta el costo económico y social del ajuste. A nivel externo, disminuye la posibilidad de pago al conjunto de los acreedores. Además, las operaciones de rescate provocan graves problemas de riesgo moral y de distribución inequitativa del ajuste. Las garantías gubernamentales, a las que los prestamistas internacionales suelen recurrir en la renegociación de las obligaciones externas de deudores privados, acentúan el riesgo moral y los problemas de equidad. De hecho, implican que gran parte del costo del ajuste recaea sobre los sectores pobres de la sociedad, que, sin haberse visto beneficiados por la afluencia de capitales, sufren los efectos del recorte del gasto social.

Una posible solución a estos problemas sería permitir suspender el servicio de las obligaciones externas y la convertibilidad de la cuenta de capitales, y reunir luego a prestatarios y prestamistas para reprogramar la deuda, así como para prestar asistencia financiera para apoyar un funcionamiento más apropiado de la economía. Mediante estas operaciones que garantizan la cooperación de los acreedores (*bailing-in*), los agentes nacionales quedan en mejor posición para superar las dificultades. Si la crisis financiera es doble —es decir, si a la iliquidez internacional se suma la insolvencia bancaria—, los acreedores se encontrarían también en mejor posición para recuperar una mayor proporción del valor de sus activos. Los costos del ajuste pueden asimismo distribuirse en forma más equitativa. El marco legal para el establecimiento de esta suspensión, con anuencia internacional, del servicio de la deuda puede encontrarse en las disposiciones del artículo VIII del Convenio Constitutivo del Fondo Monetario. Para evitar problemas de riesgo moral de los prestatarios, sería conveniente que la sanción internacional de tales suspensiones fuera realizada por el propio FMI. En tal caso, podría combinarse con la concesión de préstamos por parte del Fondo independientemente de retrasos en el servicio de la deuda, lo que proporcionaría la liquidez necesaria para mantener en funcionamiento la economía durante el período de renegociación de la deuda. Otra alternativa posible es la declaración

unilateral de la suspensión del servicio de la deuda por parte del país deudor, que luego se sometería a la consideración de un panel independiente para su aprobación dentro de un plazo fijo, lo que le otorgaría legitimidad. En el ámbito de las finanzas internacionales, esto sería el equivalente a las disposiciones de salvaguardia en el área del comercio.

Para asegurar el adecuado funcionamiento de este mecanismo, se deben cumplir dos normas fundamentales. En primer término, se requeriría un acuerdo internacional para incluir "cláusulas de acción colectivas" en los préstamos internacionales. Acogemos, por lo tanto, con beneplácito el respaldo del Grupo de los Siete a la adopción de cláusulas de esa naturaleza, que son elementos esenciales para dar una solución ordenada al problema de la deuda. La adopción generalizada de estas cláusulas es esencial para evitar que algunos acreedores rehuyan participar en los acuerdos. En segundo lugar, las renegociaciones deben realizarse dentro de un plazo determinado, cumplido el cual el Fondo Monetario o un panel independiente estarían facultados para fijar las condiciones de la reprogramación. De hecho, las repetidas renegociaciones de deuda han sido uno de los elementos más difíciles del entorno financiero internacional en las últimas décadas, y subyacen a largos períodos de crisis o de lento crecimiento de algunas economías en desarrollo y en transición.

9. Diseño de una red de organizaciones regionales y subregionales que apoyen el manejo monetario y financiero internacional

La mayoría de las propuestas de reforma de la arquitectura financiera internacional contempla el fortalecimiento de unas pocas instituciones internacionales. Al respecto, se podría argumentar que la existencia de un grupo amplio de instituciones regionales y subregionales sólidas podría ser un aporte institucional importante, tanto en términos de estabilidad del sistema financiero mundial como de equilibrio de las relaciones de poder en el plano internacional. Lo acontecido en Europa occidental, desde la creación de la Unión Europea de Pagos en los años inmediatamente posteriores a la segunda guerra mundial, hasta la actual Unión Europea y la adopción del euro, indica que las organizaciones y los acuerdos financieros regionales desempeñan una función esencialmente estabilizadora. En un plano más limitado, existen ejemplos de bancos regionales y subregionales de desarrollo y de unos pocos fondos

de reserva, que también muestran que pueden desempeñar una función importante en una nueva arquitectura financiera internacional, tanto como instrumentos de manejo de las crisis como de financiamiento del desarrollo. La existencia de sólidos fondos de reserva regionales permitiría contribuir, al menos parcialmente, a disuadir a posibles especuladores de realizar operaciones especulativas contra la moneda de algunos países, las que pondrían en peligro, entre otras cosas, el comercio y las relaciones financieras regionales. También podrían complementar los fondos del FMI en épocas difíciles. De esta manera, tanto por sus efectos sobre la demanda como de oferta de recursos, podrían reducir la necesidad de solicitar ayuda al Fondo.

Las instituciones regionales suelen ser pequeñas o inexistentes, y por consiguiente de limitada eficacia, pero invertir en su desarrollo sería evidentemente ventajoso a largo plazo. El diseño de una nueva arquitectura debería entonces contemplar incentivos especiales para el desarrollo de instituciones de esa naturaleza. Por ejemplo, los fondos comunes de reserva podrían tener acceso automático al financiamiento del Fondo, o podrían participar en la asignación de los derechos especiales de giro, en forma proporcional a los recursos aportados por los países a ellos. De hecho, en el largo plazo, el FMI podría concebirse como parte de una red de fondos regionales de reserva, y su funcionamiento podría concentrarse en las relaciones con dichos fondos, en vez de apoyar directamente a los países en dificultades.

Las instituciones regionales, y la fiscalización por parte de los pares, podrían asimismo desempeñar un papel importante en la vigilancia de las políticas macroeconómicas y de la regulación y supervisión financieras en el plano nacional. Esta forma de vigilancia y fiscalización podría ser más aceptable para los países que la de una sola institución internacional poderosa, y contribuiría a desarrollar una globalización más equilibrada.

10. Medidas complementarias sobre financiamiento del desarrollo y endeudamiento externo

Durante la crisis actual, la atención se ha concentrado en países con fuertes necesidades financieras que presionan sobre los recursos de las instituciones multilaterales. Es importante que estos casos, y el gran volumen de fondos del FMI y bilaterales asignados a ellos, dejen espacio

para el financiamiento y la atención internacional que exigen los problemas de los países más pobres, y por consiguiente, el Servicio Reforzado de Ajuste Estructural (SRAE) del Fondo Monetario, la Asociación Internacional de Fomento (AIF) y la Iniciativa para la reducción de la deuda de los países pobres muy endeudados (PPME). También deben dejar espacio al financiamiento y la atención para los países más pequeños aquejados por crisis financieras.

Dada su incapacidad para movilizar la totalidad de los recursos necesarios para el rescate de países con problemas económicos, el Fondo Monetario ha tenido que recurrir al financiamiento de otras fuentes, entre ellas el Banco Mundial y los bancos regionales de desarrollo. Estas instituciones no fueron concebidas para proporcionar liquidez a los países con problemas de financiamiento externo a corto plazo. Si se mantiene esta práctica, se afectaría su capacidad de cumplir con su misión fundamental, que es responder a las necesidades de financiamiento de largo plazo para el desarrollo de los países con insuficiente acceso a los mercados privados.

Debe otorgarse particular prioridad a salvaguardar el acceso de los países más pobres a los recursos del Fondo Monetario, el Banco Mundial y los bancos regionales de desarrollo. Otra de las prioridades mundiales es la urgente puesta en práctica de la iniciativa para los PPME, pero deben considerarse igualmente propuestas de reducción de deuda más audaces. Los bancos de desarrollo podrían contribuir a aliviar los efectos más graves de la crisis prestando asistencia financiera para establecer o fortalecer redes de protección social equitativas en términos de género tanto en los países de bajos como en los de medianos ingresos. La necesidad de proteger a la población pobre en épocas de crisis mediante redes efectivas de protección social ha avanzado más en la retórica que en la práctica. Los bancos de desarrollo también pueden desempeñar una clara función anticíclica en casos de crisis financieras mundiales, la que podría reforzarse si se adoptaran nuevos mecanismos destinados a atraer financiamiento del sector privado mediante fondos de cofinanciación de rápido desembolso o la concesión de garantías al nuevo endeudamiento de los países en desarrollo o en transición. Con tal objeto, deberían formularse normas nuevas y más eficaces en materia de garantías otorgadas por estas instituciones.

11. Interdependencia de los componentes de la nueva arquitectura

El rediseño del sistema monetario y financiero internacional tiene como objetivo aprovechar las posibilidades que los flujos financieros privados e internacionales ofrecen para la estabilidad y el crecimiento de la economía mundial. A fin de alcanzar efectivamente esta meta, es importante que todos los componentes de la arquitectura financiera sean considerados simultáneamente. Dada la interrelación que existe entre ellos, introducir uno o varios de ellos en forma aislada no lograría compensar los trastornos que generan las crisis.

Así, perfeccionar la supervisión y la regulación de las entidades financieras es una medida preventiva que puede atenuar los efectos de las crisis y, por consiguiente, reducir la necesidad de recursos del Fondo Monetario para superarlas. Sin embargo, como la supervisión y la regulación distan mucho de ser infalibles, las crisis financieras y el contagio seguirán siendo problemas que exigirán medidas en el plano internacional. La coordinación y la vigilancia macroeconómicas son esenciales para hacer frente tanto a situaciones inflacionarias como deflacionarias, las que dan origen a los ciclos financieros de auge y colapso. Las instituciones regionales y subregionales podrían ser un complemento fundamental para las actividades de financiamiento y vigilancia del Fondo Monetario, y asimismo para la vigilancia de la regulación y supervisión financieras en el plano nacional.

Asimismo, los nuevos mecanismos de financiamiento y las disposiciones sobre suspensión, con anuencia internacional, del servicio de la deuda no pueden sustituir la mejor regulación y supervisión de las instituciones financieras. Más bien, todas las medidas mencionadas, al igual que aquéllas que se adopten en los países para hacer frente a los movimientos de capital a corto plazo, son complementarias. Las normas sobre suspensión, con anuencia internacional, del servicio de la deuda, tampoco pueden reemplazar la creación de una línea de financiamiento del Fondo Monetario para hacer frente a los casos de contagio. Las suspensiones del servicio de la deuda necesariamente impiden por cierto tiempo el acceso de los prestatarios a los mercados de capitales. Así como los países difieren legítimamente en cuanto a sus preferencias en torno a la integración a los mercados financieros internacionales, también tendrán

actitudes diferentes ante la posibilidad de utilizar el mecanismo de suspensión, con anuencia internacional, del servicio de la deuda. En general, los menos dispuestos a aceptarla serán aquéllos cuyas crisis de liquidez se deben en gran medida al contagio y que se encuentran más integrados a los mercados financieros internacionales. Por lo tanto, un sistema financiero internacional funcional para la estabilidad y el desarrollo mundial debe comprender tanto las normas sobre suspensión, con anuencia internacional, como las innovaciones institucionales en el marco del FMI.

No se puede imponer una suspensión del servicio de la deuda si no se regulan al mismo tiempo las salidas de capital. En efecto, los controles a los flujos de capitales se vuelven indispensables cuando un país no está en condiciones de cumplir con todas sus obligaciones debido a un movimiento especulativo contra su moneda. Por este motivo, el reconocimiento de la necesidad de contar con diferentes alternativas para manejar la cuenta de capitales no puede desligarse del establecimiento de normas que permitan afrontar las crisis.

De hecho, optar por una o incluso por varias de estas propuestas no basta para lograr los cambios necesarios para evitar las crisis, para hacerles frente o para lograr más equidad en las relaciones de poder. Es necesario adoptar un enfoque integral y oportuno para lograr una globalización más equilibrada y, por consiguiente, más duradera, garantizando así que contribuya efectivamente al desarrollo humano sostenible.

BIBLIOGRAFÍA

- Agosin, Manuel (1997), "Entradas de capitales y desempeño de la inversión: Chile en los años noventa", *Flujos de capital e inversión productiva: lecciones para América Latina*, Ricardo Ffrench-Davis y Helmut Reisen (comps.), Santiago de Chile, McGraw Hill.
- Agosin, Manuel y Ricardo Ffrench-Davis (1999), "Managing capital inflows in Chile", *Short-Term Capital Flows and Economic Crises*, Stephany Griffith-Jones, Manuel F. Montes y Anwar Nasution (comps.), Nueva York, Oxford University Press y Universidad de las Naciones Unidas (UNU)/Instituto Mundial de Investigaciones de Economía del Desarrollo (WIDER), en prensa.
- Bacha, Edmar y Carlos F. Díaz-Alejandro (1983), "Los mercados financieros: una visión desde la semiperiferia", *Relaciones financieras externas: su efecto en la economía latinoamericana*, Ricardo Ffrench-Davis (comp.), serie Lecturas, N° 47, *El trimestre económico*, México, D.F., Fondo de Cultura Económica.
- Banco Central de la República Argentina (1995), *Informe anual*, Buenos Aires, octubre.
- Banco Mundial (1999), *Global Development Finance, 1999*, Washington, D.C., marzo.
- _____ (1998a), *Global Economic Prospects and the Developing Countries, 1998-99*, Washington, D.C., diciembre.
- _____ (1998b), *Assessing Aid*, World Bank Policy Research Report, Nueva York, Oxford University Press, noviembre.
- Bianchi, Andrés (comp.) (1985), *La deuda externa latinoamericana*, Colección Estudios internacionales, Buenos Aires, Grupo Editor Latinoamericano/Programa de Estudios Conjuntos sobre las Relaciones Internacionales de América Latina (Programa RIAL).
- BID (Banco Interamericano de Desarrollo) (1995), *Progreso económico y social en América Latina, Informe 1995. Hacia una economía menos volátil*, Washington, D.C., octubre.
- Buira, Ariel y Roberto Marino (1996), "Allocation of special drawing rights: the current debate", *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*,

- vol. 7, Nueva York, Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD).
- Calvo, Guillermo (1998), "Contagion and Sudden Stops", Baltimore, Maryland, Universidad de Maryland, noviembre, inédito.
- Calvo, Guillermo, Leonardo Leiderman y Carmen Reinhart (1993), "Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America: the role of external factors", *IMF Staff Papers*, vol. 40, N° 1, marzo.
- Camdessus, Michael (1998a), "Discurso inaugural pronunciado ante la Junta de Gobernadores del FMI", *Boletín del FMI*, vol. 27, N° 19, Fondo Monetario Internacional (FMI), 26 de octubre.
- _____ (1998b), "Towards an Agenda for International Monetary and Financial Reform", alocución ante el Consejo de Asuntos Mundiales, Filadelfia, Pennsylvania, 6 de noviembre.
- Cárdenas, Mauricio y Felipe Barrera (1997), "On the effectiveness of capital controls in Colombia during the 1990s", *Journal of Development Economics*, vol. 54, N° 1, octubre.
- _____ (1994), "Efectos macroeconómicos de los capitales extranjeros: el caso colombiano", *Los capitales extranjeros en las economías latinoamericanas*, José Antonio Ocampo (comp.), Santafé de Bogotá, Proyecto Red de Centros de Investigación Económica Aplicada, Banco Interamericano de Desarrollo y Fundación para la Educación Superior y el Desarrollo (FEDESARROLLO).
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (1998a), *América Latina y el Caribe: políticas para mejorar la inserción en la economía mundial*, 2ª edición revisada y actualizada, Santiago de Chile, Fondo de Cultura Económica.
- _____ (1998b), *El pacto fiscal: fortalezas, debilidades, desafíos* (LC/G.1997/Rev.1), Santiago de Chile, abril.
- _____ (1998c), *La crisis financiera internacional: una visión desde la CEPAL* (LC/G.2040), Santiago de Chile, octubre.
- Claessens, Stijn, Michael Dooley y Andrew Warner (1995), "Portfolio capital flows: hot or cold?", *World Bank Economic Review*, vol. 9, N° 1.
- Comité Provisional de la Junta de Gobernadores del Fondo Monetario Internacional (FMI) (1999), "Comunicado reunión 27 de abril", *Comunicado de prensa* N° 99/15, Washington, D.C., abril.
- _____ (1998), "Comunicado reunión 16 de abril", *Boletín del FMI*, vol. 27, N° 8, Washington, D.C., abril.
- Corbo, Vittorio y Leonardo Hernández (1996), "Macroeconomic adjustment to capital inflows: lessons from recent Latin American and East Asian experience", *The World Bank Research Observer*, vol. 11, N° 1.
- Cornia, Giovanni Andrea (1999), "Social Funds in Stabilization and Adjustment Programmes", documento presentado en la reunión del Grupo Técnico del Grupo de los Veinticuatro, Colombo, Sri Lanka, 2 y 4 de marzo.

- Davidson, Paul (1999), "International Capital Flow Regulations: a Necessary but not Sufficient Condition for an International Golden Age", documento presentado en la reunión de la Eastern Economic Association, marzo.
- Díaz-Alejandro, Carlos F. (1988), *Trade, Development and the World Economy. Selected Essays*, Andrés Velasco (comp.), Oxford, Basil Blackwell.
- Eatwell, John (1996), "International Financial Liberalization: The Impact on World Development", Office of Development Studies Discussion Paper, N° 12, Nueva York, Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD), septiembre.
- Eatwell, John y Lance Taylor (1998), "A Proposal for the Creation of a World Financial Authority", inédito.
- Eichengreen, Barry (1999), *Toward a New International Financial Architecture: A Practical Post-Asia Agenda*, Washington, D.C., Instituto de Economía Internacional (IIE).
- _____ (1998a), "The Only Game in Town", Berkeley, California, Universidad de California, noviembre, inédito.
- _____ (1998b), "Capital Controls: Capital Idea or Capital Folly", Berkeley, California, Universidad de California, noviembre, inédito.
- _____ (1996), *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System*, Princeton, Princeton University Press.
- Eichengreen, Barry y Richard Portes (1995), *Crisis? What Crisis? Orderly Workouts for Sovereign Debtors*, Londres, Centro de Investigación sobre Políticas Económicas.
- Eichengreen, Barry y Charles Wyplosz (1996), "Taxing international financial transactions to enhance the operation of the international monetary system", *The Tobin Tax: Coping with Financial Volatility*, Mahbub ul Haq, Inge Kaul e Isabelle Grunberg (comps.), Nueva York, Oxford University Press.
- Ezekiel, Hannan (1998), "The role of special drawing rights in the international monetary system", *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, vol. 9, Nueva York, Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD).
- Feldstein, Martin (1998), "Refocusing the IMF", *Foreign Affairs*, vol. 77, N° 2, marzo/abril.
- Ffrench-Davis, Ricardo (1999), *Macroeconomía, comercio y finanzas: para reformar las reformas en América Latina*, Santiago de Chile, CEPAL/McGraw-Hill, en prensa.
- _____ (comp.) 1983), *Relaciones financieras externas: su efecto en la economía latinoamericana*, serie Lecturas, N° 47, *El trimestre económico*, México, D.F., Fondo de Cultura Económica.
- Ffrench-Davis, Ricardo y Stephany Griffith-Jones (comps.) (1995), *Las nuevas corrientes financieras hacia la América Latina: fuentes, efectos y políticas*, serie Lecturas, N° 81, *El trimestre económico*, México, D.F., Fondo de Cultura Económica.

- Fischer, Stanley (1999), "On the Need for an International Lender of Last Resort", documento presentado en la reunión conjunta de la Asociación Estadounidense de Economía y de la Asociación Financiera Estadounidense, Nueva York, 3 de enero.
- _____ (1998), "Reforma de las finanzas mundiales: enseñanzas de una crisis", *Boletín del FMI*, suplemento especial, Washington, D.C., Fondo Monetario Internacional (FMI), 26 de octubre.
- FMI (Fondo Monetario Internacional) (1998a), *Toward a Framework for Financial Stability*, Washington, D.C., enero.
- _____ (1998b), *Perspectivas de la economía mundial, mayo de 1998*, Washington, D.C., mayo.
- Garay, Luis Jorge (1991), *Colombia y la crisis de la deuda*, Santafé de Bogotá, Centro de Investigación y Educación Popular (CINEP)/Universidad Nacional de Colombia.
- Garay, Luis Jorge, Alfredo Angulo y Claudia Cadena (1994), *Cultura de negociación: la experiencia de la deuda externa*, Santafé de Bogotá, Fundación Friedrich Ebert de Colombia (FESCOL).
- Graham, Carol (1994), *Safety Nets, Politics, and the Poor*, Washington, D.C., The Brookings Institution.
- Greenspan, Alan (1998), "The Structure of the International Financial System", alocución ante la reunión anual de la Securities Industry Association, Boca Raton, Florida, 5 de noviembre.
- _____ (1996), "The Challenge of Central Banking in a Democratic Society", alocución ante la reunión anual del American Institute for Public Policy Research, Washington, D.C., 5 de diciembre.
- Greenwald, Bruce y Joseph E. Stiglitz (1993), "Financial market imperfections and business cycles", *Quarterly Journal of Economics*, N° 108.
- Greenwald, Bruce, Joseph E. Stiglitz y Andrew Weiss (1984), "Informational imperfections in the capital markets and macroeconomic fluctuations", *American Economic Review*, vol. 74, N° 2.
- Griffith-Jones, Stephany (1998), *Global Capital Flows, Should They Be Regulated?*, Londres, Macmillan.
- Grilli, Vittorio y Gian Maria Milesi-Ferretti (1995), "Economic Effects and Structural Determinants of Capital Controls", *IMF Staff Papers*, vol. 42, N° 3, septiembre.
- Grupo de los Siete (1998), *Declaration of G-7 Finance Ministers and Central Bank Governors*, 30 de octubre.
- Grupo de los 24 (1998), *Communiqué*, 3 de octubre.
- Grupo de Trabajo del Comité Ejecutivo de Asuntos Económicos y Sociales de las Naciones Unidas (1999a), *Hacia una nueva arquitectura financiera internacional. Informe del Grupo de Trabajo del Comité Ejecutivo de Asuntos Económicos y Sociales de las Naciones Unidas (LC/G.2054)*, Santiago de Chile, Comisión

- Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), marzo, reproducido como Anexo de este libro.
- _____ (1999b), *Finding Solutions to the Debt Problems of Developing Countries. Informe del Grupo de Trabajo del Comité Ejecutivo de Asuntos Económicos y Sociales de las Naciones Unidas*, mayo.
- Hausmann Ricardo y Michael Gavin (1996), "Securing stability and growth in a shock-prone region: the policy challenge for Latin America", *Securing Stability and Growth in Latin America: Policy Issues and Prospects for Shock-Prone Economies*, Ricardo Hausmann y Helmut Reisen (comps.), París, Banco Interamericano de Desarrollo (BID)/ Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE).
- Helleiner, Gerry (1997), "Capital account regimes and the developing countries", *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, vol. 8, Nueva York, Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD).
- Helleiner, Gerry y Ademola Oyejide (1998), "Global Economic Governance, Global Negotiations and the Developing Countries", documento preparado para el *Informe sobre desarrollo humano*, 1999, Nueva York, Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD), diciembre.
- Institute of International Finance (1999), "Involving the Private Sector in the Resolution of Financial Crises in Emerging Markets", Washington, D.C., abril.
- Jospin, Lionel (1998), "La crise mondiale et nous", *Le nouvel observateur*, París, 10 de septiembre.
- J. P. Morgan (1998), *World Financial Markets*, Nueva York, 7 de octubre.
- Kapur, Devesh (1997), "The new conditionalities of the international financial institutions", *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, vol. 8, Nueva York, Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD).
- Keynes, John Maynard (1945), *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, México, D.F., Fondo de Cultura Económica.
- Killick, Tony (1998), "Responding to the aid crisis", *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, vol. 9, Nueva York, Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD).
- Kindleberger, C. (1978), *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, Nueva York, Basic Books.
- Krugman, Paul (1998a), "The Eternal Triangle", Cambridge, Massachusetts, Instituto de Tecnología de Massachusetts (MIT), inédito.
- _____ (1998b), "Curfews on Capital Flight: What are the Options?", Cambridge, Massachusetts, Instituto de Tecnología de Massachusetts (MIT), inédito.
- Larraín, Guillermo, Helmut Reisen y Julia von Maltzan (1997), "Emerging Market Risk and Sovereign Credit Ratings", *Technical Paper*, N° 124, París, Centro

- de Desarrollo, Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), abril.
- Le Fort, Guillermo y Carlos Budnevich (1997), "Capital-account regulations and macroeconomic policy: two Latin American experiences", *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, vol. 8, Nueva York, Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD).
- Lustig, Nora (1997), "The Safety Nets which are not Safety Nets: Social Investment Funds in Latin America", documento preparado para la Conferencia sobre gobernabilidad, erradicación de la pobreza y política social, organizada por el Harvard Institute for Institutional Development y el Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD), Cambridge, Massachussetts, Universidad de Harvard, 12 y 13 de noviembre.
- Marichal, Carlos (1989), *A Century of Debt Crises in Latin America*, Nueva Jersey, Princeton University Press.
- Márquez, Gustavo (1999), "Labor Markets and Income Support: What Did We Learn from the Crises?", Washington, D.C., Banco Interamericano de Desarrollo (BID), inédito.
- Martner, Ricardo (1998) "Política fiscal, ciclo y rendimiento", *Revista de la CEPAL*, N° 64 (LC/G.2022-P), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), abril.
- Mishkin, Frederic (1997), "Understanding financial crises: a developing country perspective", *Proceedings of the Annual World Bank Conference on Development Economics*, 1996, Washington, D.C.
- Miyazawa, Kiichi (1998), "Towards a New International Financial Architecture", presentación ante el Foreign Correspondents Club of Japan, 15 de diciembre.
- Montiel, Peter J. (1993), "Capital Mobility in Developing Countries: Some Measurement Issues and Empirical Estimates", *Policy Research Working Paper*, N° 1103, Washington, D.C., Departamento de Investigaciones sobre Políticas de Desarrollo, Banco Mundial.
- Morley, Samuel A., Roberto Machado y Stefano Pettinato (1999), "Indexes of structural reform in Latin America", serie Reformas económicas, N° 12 (LC/L.1166), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), enero.
- Ocampo, José Antonio (1998), "Más allá del Consenso de Washington: una visión desde la CEPAL", *Revista de la CEPAL*, N° 66 (LC/G.2049), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), diciembre.
- _____ (comp.) (1994), *Los capitales extranjeros en las economías latinoamericanas*, Santafé de Bogotá, Banco Interamericano de Desarrollo y Fundación para la Educación Superior y el Desarrollo (FEDESARROLLO).
- Ocampo, José Antonio y Eduardo Lora (1988), "Colombia y la deuda externa: de la moratoria de los treintas a la encrucijada de los ochentas", Santafé de

- Bogotá, Tercer Mundo Editores/ Fundación para la Educación Superior y el Desarrollo (FEDESARROLLO).
- Ocampo, José Antonio y Camilo Tovar (1997), "Flujos de capital, ahorro e inversión en Colombia, 1990-1996", *Flujos de capital e inversión productiva: lecciones para América Latina*, Ricardo Ffrench-Davis y Helmut Reisen (comps.), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), Centro de Desarrollo, Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), McGraw-Hill.
- Perry, Guillermo y Daniel Lederman (1998), "Financial Vulnerability, Spillover Effects and Contagion: Lessons from the Asian Crises for Latin America", World Bank Latin American and Caribbean Studies Viewpoints, Washington, D.C., Banco Mundial.
- Robinson, Joan (1965), *Ensayos sobre la teoría del crecimiento económico*, México, D.F., Fondo de Cultura Económica.
- Rodrik, Dani (1998a), "Rethinking the World Economy", Boston, Massachusetts, Universidad de Harvard, inédito.
- _____ (1998b), "Who needs capital-account convertibility?", *Should the IMF Pursue Capital Account Convertibility?*, P. Kenen (comp.), Essays in International Finance, N° 207, Princeton, New Jersey, Princeton University.
- Rojas-Suárez, Liliana y Steven R. Weisbrod (1996), "Banking crises in Latin America: experiences and issues", *Banking Crises in Latin America*, Ricardo Hausmann y Liliana Rojas-Suárez (comps.), Washington, D.C., Banco Interamericano de Desarrollo (BID).
- Ros, Jaime (1999), "From the Capital Surge to the Financial Crisis and Beyond: Mexico in the 1990s", documento presentado en el taller "Cómo evitar las crisis financieras: enseñanzas derivadas del 'éxito' de las economías emergentes", Santiago de Chile, marzo.
- Rubin, Robert E. (1999), "Remarks of the Treasury Secretary on Reform of the International Financial Architecture to the School of Advance International Studies", Treasury News, Office of Public Affairs, 21 de abril.
- Sachs, Jeffrey (1995), "Do we need an international lender of last resort?", *Frank D. Graham Lecture*, Princeton, New Jersey, Princeton University, 20 de abril.
- Sachs, Jeffrey, Aaron Tornell y Andrés Velasco (1996), "The Mexican Peso Crisis: Sudden Death or Death Foretold?", *NBER Working Paper Series*, N° 5563, Cambridge, mayo.
- Soros, George (1998), *The Crisis of Global Capitalism*, Nueva York, Public Affairs.
- Stallings, Barbara (1987), *Banker to the Third World: U.S. Portfolio Investment in Latin America, 1900-1986*, Berkeley, University of California Press.
- Stiglitz, Joseph y Andrew Weiss (1981), "Credit rationing in markets with imperfect information", *American Economic Review*, vol. 71, N° 3, junio.
- Thorp, Rosemary y Laurence Whitehead (comps.) (1987), *Latin American Debt and the Adjustment Crisis*, Londres, St. Anthony's College/Macmillan Series.

- Tobin, James (1996), "Prologue", *The Tobin Tax: Coping with Financial Volatility*, Mahbub ul Haq, Inge Kaul y Isabelle Grunberg (comps.), Nueva York, Oxford University Press.
- _____ (1978), "A proposal for international economic reform", *Eastern Economic Journal*, N° 4, julio-octubre.
- UNCTAD (Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo) (1998), *Informe sobre el comercio y desarrollo, 1998* (UNCTAD/TDR/1998), Ginebra. Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: S.98.II.D.6.
- Uthoff, Andras y Daniel Titelman (1997), "La relación entre el ahorro externo y el ahorro nacional en contextos de liberalización financiera", *Flujos de capital e inversión productiva: lecciones para América Latina*, Ricardo Ffrench-Davis y Helmut Reisen (comps.), Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), Centro de Desarrollo, Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), McGraw-Hill.
- Valdés-Prieto, Salvador y Marcelo Soto (1998), "The effectiveness of capital controls: theory and evidence from Chile", *Empirica*, N° 25, Países Bajos, Kluwer Academic Publishers.
- Williamson, John (1998), "Crawling bands or monitoring bands: how to manage exchange rates in a world of capital mobility", *Essays in International Finance*, N° 209.
- _____ (1996), *The Crawling Band as an Exchange Rate Regime: Lessons from Chile, Colombia, and Israel*, Washington, D.C., Instituto de Economía Internacional.
- Williamson, John y Molly Mahar (1998), "A survey of financial liberalization", *Essays in International Finance*, N° 211, noviembre.
- Wolfensohn, James D. (1998), "The Other Crisis", alocución ante la Asamblea Gobernadores del Banco Interamericano de Desarrollo, Washington, D.C., 6 de octubre.
- Wyplosz, Charles (1999), "International financial instability", *Global Public Goods: International Cooperation in the 21st Century*, Inge Kaul, Isabelle Grunberg y Marc A. Stern (comps.), Nueva York, Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD), en prensa.

ÍNDICE GENERAL

Introducción	7
Capítulo 1	
LOS EJES CENTRALES DEL DEBATE	19
Capítulo 2	
CUATRO PRESUPUESTOS BÁSICOS DE UNA REFORMA RELEVANTE	33
Capítulo 3	
LAS ÁREAS DE CONSENSO	41
1. Necesidad de seguir aplicando políticas expansionistas en los países industrializados	41
2. Necesidad de proveer financiamiento de contingencia a países en dificultades	42
3. Necesidad de perfeccionar el marco institucional en el cual operan los mercados financieros	45
4. Necesidad de establecer mecanismos adecuados para internalizar las externalidades derivadas de las políticas macroeconómicas nacionales	51
5. Disposiciones relativas a la suspensión de pagos con anuencia internacional (o concertada) para garantizar la distribución adecuada de la carga de los procesos de ajuste	53
Capítulo 4	
ESFERAS DE DISCREPANCIA	57
1. El financiamiento de los créditos de contingencia	57
2. Condicionalidad del Fondo Monetario Internacional	58

3. Mantenimiento de la autonomía de los países en desarrollo para manejar la cuenta de capitales	61
4. Mantenimiento de la libertad para escoger el régimen cambiario	66
5. El papel de las instituciones regionales en la nueva arquitectura	68

Capítulo 5

POLÍTICAS NACIONALES PARA ENFRENTAR LA VOLATILIDAD FINANCIERA	71
1. El problema central: manejar mejor las bonanzas	71
2. Los dilemas asociados al manejo de las bonanzas en economías abiertas	73
3. Política monetaria y regulación de los flujos de capital	78
4. Regulación y supervisión del sistema financiero	86
5. El manejo fiscal anticíclico	93

Capítulo 6

TEMAS COMPLEMENTARIOS	101
-----------------------------	-----

Anexo

HACIA UNA NUEVA ARQUITECTURA FINANCIERA INTERNACIONAL	111
---	-----

Bibliografía	133
--------------------	-----

CUADROS Y GRÁFICOS

Cuadro 1.	América Latina: Volatilidad de los flujos de capital	23
Cuadro 2.	América Latina: Condiciones de las emisiones internacionales de bonos	26
Cuadro 3.	Costos de las crisis cambiarias y financieras, 1975-1997 .	87
Cuadro 4.	Costo fiscal y cuasifiscal de las crisis financieras	89
Cuadro 5.	Flujo neto de recursos, 1992-1997	105
Gráfico 1.	América Latina: Ingreso neto de capitales	22
Gráfico 2.	América Latina y el Caribe: Flujos netos de recursos ...	24
Gráfico 3.	América Latina: Flujos de capitales	25
Gráfico 4.	Evolución de los precios de los bonos de las economías emergentes en el mercado internacional	28
Gráfico 5.	Períodos de recuperación de los precios de los bonos latinoamericanos	43

Gráfico 6.	Correlación entre el crecimiento económico y la liberalización de la cuenta de capitales, 1990-1998.....	63
Gráfico 7.	Dilemas de política macroeconómica.....	76
Gráfico 8.	América Latina: Estabilidad macroeconómica 1990-1998.	78
Gráfico 9.	Evolución de los precios de los bonos de las economías emergentes en el mercado internacional.....	85
Gráfico 10.	América Latina: Balance del sector público.....	95
Gráfico 11.	Evolución del déficit y la deuda del sector público brasileño.....	98

Este libro se terminó de imprimir y encuadernar en
el mes de julio de 1999, en los talleres de Impresos
Universitaria S.A., Av. Las Parcelas 5588,
Estación Central, Santiago de Chile.
Se tiraron 2.000 ejemplares.